

## Internationales und europäisches Umfeld

### Weltwirtschaftliche Entwicklung

*Nachlassende globale Dynamik im Frühjahr*

Die Weltkonjunktur hat sich nach einer Belebung zum Jahresbeginn im Frühjahr 2012 wieder spürbar abgeschwächt. Dabei ist die Verlangsamung wohl nur zum Teil der erneuten Zuspitzung der Staatsschuldenkrise im Euro-Raum geschuldet. Auch die Nachwirkungen der starken Rohölverteuerung im Winter 2012 dürften eine Rolle gespielt haben. Dies gilt insbesondere für die USA, wo der ölpreisbedingte Kaufkraftentzug erheblich kräftiger zu Buche geschlagen hat als die negativen Spillover-Effekte aus Europa. Zudem sind in einigen Schwellenländern interne Probleme deutlicher in den Vordergrund getreten. Die globale Industrieproduktion hat im April/Mai auf dem Niveau des Winterquartals stagniert, in dem sie noch um 1½% zugelegt hatte. Das weltweite Bruttoinlandsprodukt (BIP), das sich erfahrungsgemäß stetiger entwickelt als die industrielle Erzeugung, dürfte aber verhalten gestiegen sein.

*Langsamere Gangart sowohl in Industrieländern als auch in Schwellenländern*

Von der globalen Wachstumsschwäche im zweiten Quartal war die Mehrzahl der großen Industrie- und Schwellenländer betroffen. Während das reale BIP im Euro-Raum leicht und in Großbritannien deutlich schrumpfte, haben sich andernorts die Zuwächse verringert; dies gilt auch für die USA, Japan und China. Aufgrund einer lediglich geringen Verlangsamung hat die amerikanische Wirtschaft unter den wichtigen Industrieländern die Vorreiterrolle beim Wachstum übernommen. Die gesamtwirtschaftliche Produktion in den USA, Japan, Großbritannien sowie im Euro-Raum insgesamt war im Frühjahr nach ersten Schätzungen saisonbereinigt nur geringfügig höher als im ersten Jahresviertel. Der entsprechende Vorjahrsstand wurde allerdings noch um 1¼% übertroffen.

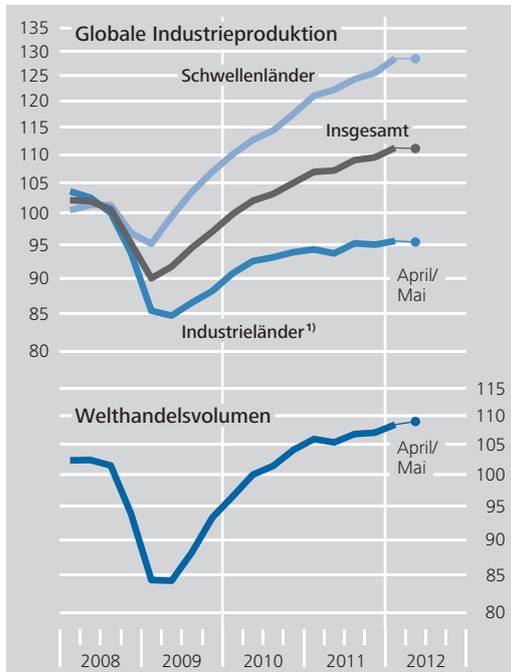
Für das zweite Halbjahr ist global betrachtet mit einer graduellen konjunkturellen Besserung zu rechnen, wobei allerdings die Entwicklungen an den Finanz- und Ölmärkten Risikofaktoren darstellen. Insbesondere könnten die stimulierenden Wirkungen der nach wie vor sehr expansiven Geldpolitik in den Industriestaaten sowie der jüngsten Lockerungen in den Schwellenländern wieder die Oberhand gewinnen. Allerdings ist der ifo-Indikator für das Weltwirtschaftsklima nach zwei aufeinander folgenden Anstiegen im dritten Quartal deutlich gesunken.

Der IWF hat Anfang Juli seine Frühjahrsprognose vom April für die Weltwirtschaft nur wenig verändert. Dabei wurde unterstellt, dass sich die Unruhen an den Finanzmärkten im Gefolge der Staatsschulden- und Bankenkrise im Euro-Raum allmählich verringern, die zurzeit gesetzlich angelegte scharfe Defizitreduktion in den USA im nächsten Jahr noch abgemildert wird und die Lockerung der Makropolitik in den Schwellenländern Wirkung zeigt. Die Vorausschätzung für das globale BIP-Wachstum im Jahr 2012 wurde geringfügig auf 3,5% reduziert. Dahinter stehen jedoch ein günstigeres Ergebnis für das erste Jahresviertel als im April erwartet und eine deutliche Revision der Zuwachsraten der drei Folgequartale nach unten. Regional betrachtet war die etwas vorsichtigere Beurteilung der Wachstumsperspektiven der großen Schwellenländer in Asien und Lateinamerika ausschlaggebend. Die Setzung für die Fortgeschrittenen Volkswirtschaften insgesamt blieb mit +1,4% unverändert. Im Einzelnen nahm der IWF aber eine spürbare Aufwärtsrevision für Deutschland von +0,6% auf +1,0% vor und kam zu einer besseren Einschätzung für Japan, während die Raten für Großbritannien und die Gruppe der neuen Industrieländer in Asien (Südkorea, Hongkong, Taiwan und Singapur) recht kräftig abgesenkt wurden. Die globale BIP-Prognose für 2013 wurde um ¼ Prozentpunkt auf 3,9% ermäßigt, wobei die

*Geringe Anpassung der IWF-Frühjahrsprognose*

## Globale Industrieproduktion und Welthandel

2008 = 100, saisonbereinigt, vierteljährlich, log. Maßstab



Quelle: Centraal Planbureau. 1 OECD-Raum ohne Türkei, Mexiko, Südkorea, Polen, Slowakische Republik, Tschechische Republik und Ungarn.

Deutsche Bundesbank

Anpassungen im Hinblick auf die großen Wirtschaftsräume relativ gleichmäßig vorgenommen wurden. Die Dynamik des Welthandels wird jetzt mit 3,8% in diesem und 5,1% im nächsten Jahr um  $\frac{1}{4}$  beziehungsweise  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt schwächer gesehen. Seine Preisvoraussschätzung für die Industrie- und Schwellenländer hat der IWF für beide Prognosejahre praktisch unverändert gelassen, obwohl er nun von deutlich niedrigeren Ölnotierungen als im April ausgeht. Insgesamt scheint die Beurteilung der Preisperspektiven dadurch aber an Plausibilität gewonnen zu haben.

*Zeitweise kräftig gesunkene Rohölnotierungen ...*

Ein Wechselspiel zwischen schwächerer Nachfrage und erhöhten Angebotsrisiken hat im Berichtszeitraum ein markantes Auf und Ab der Rohstoffpreise erzeugt. In Anbetracht vermehrter Hinweise auf eine langsamere Weltkonjunktur sind die Notierungen in den Frühjahrsmonaten zunächst erheblich gesunken. Auf dem Rohölmarkt sind zudem die kräftige Ausweitung der Förderung in Saudi-Arabien und eine

temporäre Entspannung im Streit über das iranische Atomprogramm dafür maßgeblich gewesen, dass der Preis für ein Fass der Sorte Brent zeitweise deutlich unter die Marke von 100 US-\$ rutschte und die Abschläge für Terminlieferungen schrumpften. Im Quartalsmittel fiel die Kassanotierung auf ihren Stand vom Herbst 2011 zurück. Im Juli legte der Ölpreis jedoch unter anderem vor dem Hintergrund wieder erhöhter politischer Spannungen im Nahen Osten beträchtlich zu. Zum Abschluss dieses Berichts kostete ein Fass Brent 113½ US-\$ am Kassamarkt, während zukünftige Lieferungen erneut merklich günstiger waren. Auch die Notierungen für Nahrungsmittel zogen nach der Jahresmitte scharf an. Ausschlaggebend waren hier insbesondere Sorgen über witterungsbedingte Ernteaufälle bei Mais, Weizen und Sojabohnen. Demgegenüber blieben die Preise für Industrierohstoffe im Einklang mit dem trüberen globalen Konjunkturbild gedrückt.

Der vorübergehend kräftige Rückgang der Rohölnotierungen hat im Frühjahr den Auftrieb der Verbraucherpreise in den Industrieländern abrupt gebremst. Nach Ausschaltung von Saisoninflüssen war der (in eigenen Berechnungen aggregierte) Index im Mittel des zweiten Quartals nur geringfügig höher als im vorangegangenen Dreimonatsabschnitt, in dem er noch um 0,7% zugelegt hatte. Sein Vorjahrsabstand schrumpfte um  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt und unterschritt mit 1,9% erstmals seit Herbst 2010 wieder die Marke von 2%. Der um Energie und Nahrungsmittel verkleinerte Warenkorb der Konsumenten verteuerte sich nach wie vor moderat. Sein Preisanstieg um 1,6% binnen Jahresfrist war kaum niedriger als im ersten Quartal.

*... dämpfen Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe*

## Ausgewählte Schwellenländer

In China hat sich die gesamtwirtschaftliche Gangart im zweiten Quartal erneut verlangsamt. Die Wachstumsrate des realen BIP sank im Vorjahresvergleich von 8% im ersten Quartal auf 7½%. Vor allem die Expansion der Indus-

*Anhaltende Wachstumsmoderation in China*

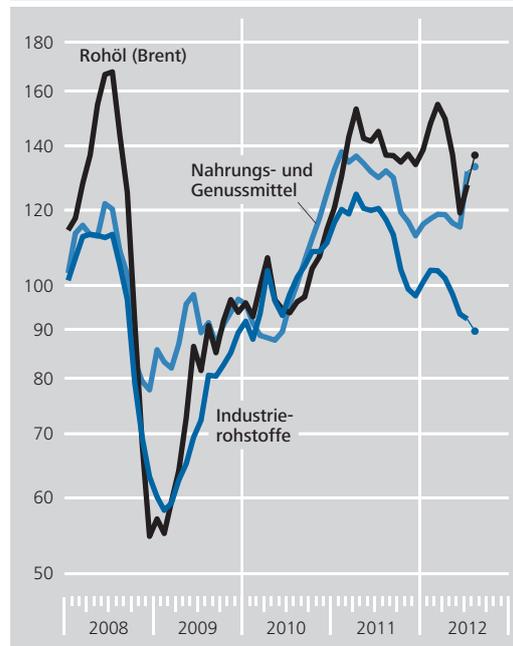
trieproduktion hat im Frühjahr noch einmal deutlich nachgelassen. Dahinter steht nicht nur eine flachere Aufwärtstendenz bei den chinesischen Exporten, die auf die schwache Importentwicklung in wichtigen Absatzmärkten, allen voran in einigen europäischen Ländern, zurückgeht. Noch schwerer wiegt, dass die chinesische Binnenkonjunktur weiter an Schwung verloren hat. Dies gilt insbesondere für die Investitionen, die in den letzten Jahren stets den größten Beitrag zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum geleistet haben. Vor diesem Hintergrund haben die chinesischen Behörden in den vergangenen Monaten eine Reihe von Konjunktur stützenden Maßnahmen ergriffen. Zum einen wurde das Verfahren zur Genehmigung von Großprojekten durch die staatliche Planungskommission verkürzt sowie das staatliche Programm zum Bau von günstigem Wohnraum vorangetrieben. Zum anderen wurden in zwei Schritten die regulierten Kreditzinssätze für Geschäftsbanken reduziert. Der geldpolitische Spielraum für die Zinssenkung ergab sich durch die nachlassende Teuerung auf der Konsumentenstufe. Im Juli ging die Vorjahrsrate des Verbraucherpreisindex auf 1,8% zurück; das war der geringste Anstieg seit Januar 2010.

*Gebremste Expansion in Indien*

In Indien hat sich die gesamtwirtschaftliche Aufwärtsbewegung im ersten Quartal – jüngere Angaben liegen nicht vor – nochmals deutlich abgeschwächt. Das reale BIP-Wachstum binnen Jahresfrist sank auf 5½% und damit auf die niedrigste Rate seit drei Jahren. In den vergangenen Monaten dürfte die Wirtschaft auf dem eher flachen Expansionspfad geblieben sein. Darauf deutet nicht zuletzt die kraftlose Entwicklung der Industrieproduktion hin. Insbesondere die Erzeugung von Kapitalgütern war im Frühjahr stark abwärtsgerichtet, was auf eine gedrückte Investitionsnachfrage schließen lässt. Hier scheint eine Rolle zu spielen, dass das hohe staatliche Haushaltsdefizit und das niedrige Tempo bei wirtschaftspolitischen Strukturreformen das Vertrauen gerade auch von ausländischen Investoren mehr und mehr beeinträchtigen. Gemäß dem neuen landesweiten Verbraucherpreisindex belief sich die

**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 10. August bzw. 1. bis 15. August 2012 (Rohöl). Deutsche Bundesbank

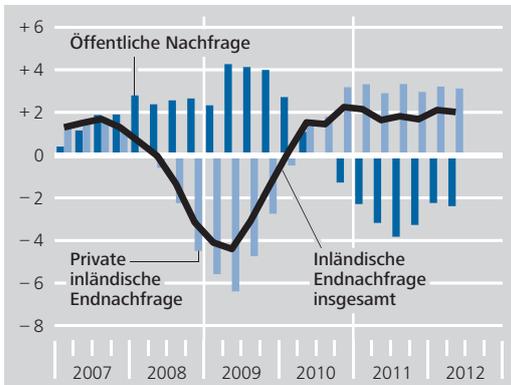
Teuerungsrate im zweiten Quartal auf 10,2%. Angesichts der hartnäckig hohen Inflation hat die indische Zentralbank die geldpolitische Lockerung nach der Zinssenkung im April dieses Jahres nicht fortgesetzt.

In Brasilien dürfte die Wirtschaftsleistung in den Frühjahrsmonaten – wie schon im ersten Quartal – nur wenig zugenommen haben. Dafür spricht, dass die Produktion in der unter Wettbewerbsproblemen leidenden Industrie im Vergleich zum Vorquartal saisonbereinigt erneut um 1% gesunken ist. Darüber hinaus weist ein vergleichsweise niedriger Beschäftigungsaufbau im Dienstleistungssektor auf eine verhaltene Expansion in diesem Wirtschaftsbereich hin. Zur Stimulierung der Wachstumskräfte hat die brasilianische Regierung in den letzten Monaten eine Reihe von Maßnahmen angekündigt, darunter ein umfangreiches Programm für Investitionen in die Infrastruktur. Die Notenbank hat angesichts der konjunkturellen Flaute und des nachlassenden Inflations-

*Konjunktur in Brasilien ohne Schwung*

### Reale inländische Endnachfrage in den USA

in %, Veränderung gegenüber Vorjahr



Quellen: Bureau of Economic Analysis und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

drucks ihren Zinssenkungskurs fortgesetzt. Im Juli betrug die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe 5,2%, verglichen mit 7,1% im Sommerquartal 2011.

*Konjunkturelle Dynamik in Russland abgeschwächt*

In Russland hat die gesamtwirtschaftliche Expansion in den letzten Monaten wie vielerorts an Schwung verloren. Nach einer ersten Meldung des Statistikamtes hat sich das Wachstum des realen BIP im zweiten Quartal im Vorjahresvergleich auf 4% verlangsamt, nachdem es zuvor noch bei 5% gelegen hatte. Dahinter steht insbesondere ein flacherer Anstieg der Industrieproduktion, zu dem auch eine merkliche Einschränkung der Öl- und Gasproduktion beigetragen hat. Die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe, die seit Mai 2011 deutlich nach unten tendiert hatte, stieg im Juni und Juli infolge höherer Nahrungsmittelpreise sowie aufgrund der Anhebung administrierter Preise erstmals wieder an und erreichte zuletzt 5,6%.

## USA

*Moderater Wachstumskurs gehalten ...*

Die US-Wirtschaft hat ihren moderaten Wachstumskurs im Frühjahr gehalten. Das reale BIP stieg mit einem Plus von saisonbereinigt knapp ½% gegenüber dem Vorquartal ähnlich stark an wie im Winter. Die geringfügige Verlangsamung ist im Wesentlichen der schwächeren

Expansion des privaten Verbrauchs geschuldet. Dazu hat insbesondere der Rückgang der realen Ausgaben für Kfz auf ihr Niveau vom Ende letzten Jahres beigetragen, wofür nicht zuletzt der verzögerte Einfluss der kräftigen Benzinverteuerung in den Wintermonaten maßgeblich gewesen sein dürfte. Mit Blick auf die weiteren Aussichten für den Konsum erscheint günstig, dass sich der Einkommensspielraum der privaten Haushalte in realer Rechnung erneut deutlich vergrößert hat. Zwar hat sich das nominale Einkommenswachstum erheblich verlangsamt, weil im zweiten Quartal mit 329 000 Arbeitsplätzen nur noch rund halb so viele neue Stellen außerhalb der Landwirtschaft geschaffen wurden wie im ersten Jahresviertel. Die Erwerbslosenquote ging geringfügig auf 8,2% im Schnitt der Frühjahrsmonate zurück. Allerdings ließ der Preisauftrieb auf der Konsumentenstufe im Zuge der Entspannung auf dem Rohölmarkt stark nach. Der Verbraucherpreisindex erhöhte sich saisonbereinigt etwas gegenüber dem Winterquartal, während sein Vorjahrsabstand um fast 1 Prozentpunkt auf +1,9% schrumpfte. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet legte die Teuerungsrate allerdings noch leicht auf 2,3% zu.

Die öffentliche Nachfrage wurde im zweiten Jahresviertel sowohl auf Ebene der Einzelstaaten wie auch auf Bundesebene weiter reduziert, wenngleich nicht mehr in dem Maße wie im vorangegangenen Dreimonatsabschnitt. Bislang hat die Beschneidung der staatlichen Konsum- und Investitionsausgaben die konjunkturelle Erholung merklich zurückgehalten, nachdem diese in der Rezession eine wichtige Stütze gewesen waren. Im Vergleich dazu ist die private inländische Endnachfrage in den letzten zehn Quartalen trotz verschiedener Belastungsfaktoren recht stetig mit einer mittleren Jahresrate von 3% gewachsen, die gesamte inländische Endnachfrage jedoch nur mit einer Rate von 2%. Die massiven Steuererhöhungen, die nach aktueller Rechtslage gleichzeitig mit beträchtlichen Ausgabenkürzungen im Bundeshaushalt am Jahresanfang 2013 in Kraft treten, dürften auch die private Nachfrage dämpfen

*... trotz weiterhin rückläufiger Nachfrage des Staates*

## Zu den möglichen makroökonomischen Effekten des „fiscal cliff“ in den USA

In der jüngeren Vergangenheit sind temporäre fiskalische Maßnahmen oftmals als Mittel zur Stützung der Konjunktur propagiert worden. Dabei ist freilich regelmäßig übersehen worden, dass so, wie die Implementierung dieser Maßnahmen einen wachstumssteigernden Einfluss ausübt, ihr Auslaufen auch einen wachstumsdämpfenden Effekt zeitigt. Nach aktueller Rechtslage fällt nun in den USA zum Jahreswechsel 2012/2013 das Auslaufen verschiedener Stützungsmaßnahmen und Steuererleichterungen, die zum Teil bis in die Jahre 2001 und 2003 zurückreichen, mit automatischen Ausgabenkürzungen im Rahmen von Konsolidierungsanstrengungen zusammen. Der hierfür geprägte Begriff des „fiscal cliff“ suggeriert bereits einschneidende Auswirkungen der damit angelegten abrupten Reduktion des Budgetdefizits auf die amerikanische Wirtschaft.

Angaben des Congressional Budget Office (CBO) zufolge würden die Maßnahmen zusammengenommen den Saldo des US-Bundshaushalts im nächsten Jahr um 5% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) verbessern. Da die neuen Vorschriften überwiegend zum Jahresauftakt in Kraft treten, hätte eine derart umfangreiche und plötzliche Konsolidierung im ersten Halbjahr 2013 eine Kontraktion der gesamtwirtschaftlichen Produktion in den USA zur Folge. Nicht nur würde eine technische Rezession vorliegen, also zwei aufeinanderfolgende Quartale schrumpfender Aktivität, sondern wohl auch die weiterreichende Rezessionsdefinition des National Bureau of Economic Research erfüllt werden. Im Jahresverlauf 2013, das heißt in der Betrachtung des vierten Quartals gegenüber der entsprechenden Vorjahrsperiode, könnte das Wachstum des realen US-BIP laut CBO um 1 Prozentpunkt bis 6¾ Prozentpunkte gedämpft werden, also dem mittleren Wert nach um 4 Prozentpunkte.<sup>1)</sup> Zu diesen Angaben gelangt das CBO, in-

dem es für die einzelnen fiskalischen Maßnahmen Multiplikatoren bestimmt, und zwar sowohl modellgestützt als auch auf Basis historischer Erfahrungen. Dabei verdeutlicht die oben genannte Bandbreite die Unsicherheit, die mit derartigen Schätzungen generell verbunden ist.<sup>2)</sup>

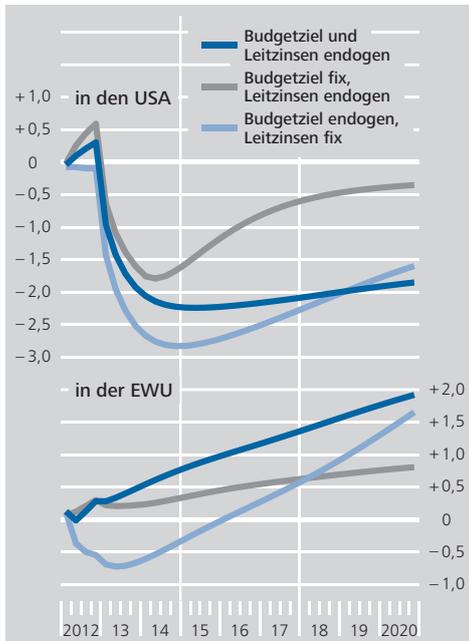
Im Folgenden werden Simulationen mit NiGEM vorgestellt, dem Weltwirtschaftsmodell des National Institute of Economic and Social Research (NIESR). Sie erlauben nicht nur die Ableitung der kurzfristigen binnenwirtschaftlichen Wirkungen fiskalischer Maßnahmen in einem in sich geschlossenen, theoretisch fundierten und ökonomisch geschätzten Modellrahmen mit vorausschauenden Akteuren auf wichtigen Märkten, sondern auch die Betrachtung internationaler Spillover-Effekte sowie längerfristiger Einflüsse. Als Ausgangspunkt für die Simulationen dienen die Angaben des CBO zum Umfang der einzelnen Maßnahmen, die unter der Annahme ihrer Implementierung zum Jahresbeginn 2013 vom Fiskaljahr, das vom 1. Oktober bis zum 30. September reicht, auf das Kalenderjahr umgelegt werden. Entsprechend werden dann die in NiGEM enthaltenen Größen des Einkommensteuersatzes, der Transferzahlungen und des (realen) Staatskonsums dauerhaft geschockt. Das längerfristige Budgetziel, das an sich einen gleichgewichtigen Pfad der öffentlichen Finanzen in dem Modell garantiert, wird hierfür zunächst endogenisiert, um eine nachhaltige Verbesserung des Haushaltssaldos zu ermöglichen. Die Simulationen setzen bereits Anfang 2012 ein, um etwaige antizipatorische

<sup>1</sup> Vgl.: CBO, Economic Effects of Reducing the Fiscal Restraint That Is Scheduled to Occur in 2013, Mai 2012.

<sup>2</sup> Vgl.: F. Reichling und C. Whalen, Assessing the Short-Term Effects on Output of Changes in Federal Fiscal Policies, CBO, Working Paper 2012-08.

### Auswirkungen der vorgesehenen Konsolidierung in den USA auf das reale BIP gemäß NiGEM-Simulationen

Abweichung von der Basislinie in %



Deutsche Bundesbank

Effekte abzugreifen, sofern sie in NiGEM abgebildet werden können.

Im Ergebnis wirken auch hier kurzfristig starke kontraktive Kräfte, die ausreichen können, um die amerikanische Wirtschaft im ersten Halbjahr 2013 in eine technische Rezession zu ziehen. Die Wachstumsrate des realen US-BIP wird im Jahresverlauf gegenüber der Basislinie um 2¼ Prozentpunkte gedämpft, die Jahresdurchschnittsrates um 1¾ Prozentpunkte. Ein wesentlicher Grund für die deutlich geringeren Outputverluste als in der mittleren Schätzung des CBO dürfte die endogene Ableitung des Zinspfades sein. Aufgrund der langfristig niedrigeren Kreditnachfrage des Staates sinkt der reale Langfristzins, regt die private Investitionstätigkeit an und federt damit die retardierenden Einflüsse ab. Weil sich letztlich die Akteure auf den Finanzmärkten vorausschauend verhalten, fällt der reale Langfristzins bereits bei der Ankündigung der drastischen Konsolidierung. Mit hin ergibt sich 2012 sogar ein leicht posi-

ver Effekt auf die gesamtwirtschaftliche Produktion. Das CBO nimmt hingegen an, dass die erhöhte Unsicherheit über die konjunkturellen Aussichten das Wachstum im Sommer und Herbst dieses Jahres um jeweils etwa 1/10 Prozentpunkt zurückhält. Da ein Vertrauenskanal in NiGEM nicht implementiert ist, lassen sich derartige Effekte in dem Modell jedoch nicht abbilden.

Die Einbettung der amerikanischen Wirtschaft in einen globalen Modellrahmen gewährt dafür andere Einblicke. So bedingt der Zinsrückgang in den USA im Zusammenspiel mit dem vorausschauenden Verhalten der Akteure auf dem Devisenmarkt eine sofortige Abwertung des Dollar gegenüber anderen Währungen, die derart kräftig ausfällt, dass die Verbraucherpreise in den USA trotz dämpfender Einflüsse seitens der Realwirtschaft gegenüber der Basislinie deutlich steigen. Daher reagiert die amerikanische Notenbank auf die Ankündigung der Konsolidierung zunächst mit einer beträchtlichen Anhebung des nominalen Leitzinses, bevor dieser im Zusammenhang mit den rezessiven Tendenzen ab 2013 wieder zurückgenommen wird. Nichtsdestoweniger spielt die endogene Zinsanpassung – der für die Investitionsentscheidungen relevante Langfristzins ergibt sich aus den erwarteten zukünftigen Kurzfristzinsen – eine wichtige Rolle bei der Stabilisierung der gesamtwirtschaftlichen Erzeugung. So fallen die mittelfristigen Outputeinbußen in einer Simulation, in der zusätzlich die Leitzinsen über einen längeren Zeitraum fixiert werden, noch merklich höher aus.<sup>3)</sup>

Die niedrigere gesamtwirtschaftliche Nachfrage in den USA und die zur Abwertung des Dollar spiegelbildliche Aufwertung des Euro belasten zwar für sich betrachtet in

<sup>3)</sup> Zu beachten ist allerdings, dass die Fixierung der Leitzinsen in dem Modell eine Täuschung der vorausschauenden Akteure auf den Finanz- und Arbeitsmärkten darstellt, die in Anbetracht eines die gesamtwirtschaftliche Nachfrage dämpfenden Schocks eine Zinssenkung erwarten. Letztlich ist es dieser geldpolitische Schock, der die zusätzlichen Outputverluste generiert.

der kurzen Frist die Konjunktur in der EWU. Allerdings sinken im Zuge der günstigeren Importe die Verbraucherpreise im Euro-Raum erheblich gegenüber der Basislinie, sodass hier der Leitzinspfad flacher wird.<sup>4)</sup> Langfristig steigt die Wirtschaftsaktivität diesseits des Atlantiks sogar deutlich gegenüber der Basislinie an, in der Welt insgesamt immerhin etwas. Maßgeblich ist hierfür letztlich ein globales „crowding-in“ über eine sofortige Absenkung des Realzinses, die insbesondere die privaten Investitionen anregt.

In diesem Zusammenhang hängen die langfristigen Outputwirkungen von der Nachhaltigkeit der unterstellten fiskalischen Schocks ab. Unter der Annahme der Dauerhaftigkeit verbessert sich der US-Budgetsaldo gegenüber der Basislinie stetig und die Staatsschulden sinken in Relation zum (nominalen) BIP kräftig. Endogenisiert man hingegen das Budgetziel nur für zwei Jahre und gibt anschließend beispielsweise ein Defizitziel von 2% des BIP vor, zu dessen Erreichung man zugleich den Einkommensteuersatz endogenisiert, werden die Steuererhöhungen im Zeitablauf der Simulation zum größten Teil wieder zurückgenommen. Damit werden in den USA die Outputverluste gegenüber der Basislinie kleiner: 2023 ist die gesamtwirtschaftliche Erzeugung nur noch um ¼% niedriger bei einer gleichzeitigen Halbierung des Budgetdefizits im Verhältnis zum BIP auf die vorgegebenen 2%.

Alles in allem bleibt festzuhalten, dass ein Überschreiten der „fiskalischen Klippe“ zwar der gesamtwirtschaftlichen Aufwärtsbewegung in den USA einen temporären Rückschlag versetzen würde, aber nicht zwangsweise auch der globalen Erholung. Langfristig würden die amerikanischen Bundesfinanzen saniert und das globale Zinsniveau sinken. Mit ins Bild zu nehmen ist noch, dass damit wohl auch die Unsicherheit über den langfristigen fiskalischen Kurs in den USA entfiele – ein Faktor, der momen-

tan möglicherweise auf der Konjunktur lastet.

Freilich können die Simulationsergebnisse in verschiedener Hinsicht relativiert werden. So ist etwa eine nicht unwahrscheinliche Situation, in der die fiskalischen Maßnahmen lediglich einige Wochen oder Monate in Kraft sind, bis sich ein neuer Kongress zu einer Entschärfung der Konsolidierung durchgerungen hat, hier nicht betrachtet worden. Verteilungsaspekte im Zusammenhang mit Steuererhöhungen und deren gesamtwirtschaftlichen Wirkungen sind ebenfalls vernachlässigt worden. Da im Allgemeinen eine vollständige Umsetzung der aktuellen Rechtsvorgaben bislang nicht antizipiert wird, ist fraglich, ob die Geldpolitik die dämpfenden Konjunkturimpulse tatsächlich rechtzeitig und in dem beschriebenen Maße abfedern kann, sollte es wider Erwarten doch zu einer vollumfänglichen Implementierung kommen. Vertrauenseffekte sind in NiGEM generell nicht modelliert, sodass sie in den Simulationen weder im Vorfeld der Konsolidierung noch bei der Übertragung der negativen Impulse auf den Euro-Raum eine Rolle spielen. Andererseits können aber auch die gesamtwirtschaftlichen Verwerfungen einer Vertrauenskrise nicht abgebildet werden, zu der es eventuell in einem Alternativszenario kommt, wenn eine umfassende und baldige Sanierung des amerikanischen Bundeshaushalts unterbleibt. Eine Verlängerung des Status quo würde vielleicht eine technische Rezession in der ersten Jahreshälfte 2013 vermeiden, aber die Unsicherheit über den langfristigen fiskalischen Ausblick vorerst zementieren.

---

<sup>4</sup> Dabei wird die Untergrenze des nominalen Leitzinses von null stets eingehalten. Weil in der Basislinie eine Normalisierung des Leitzinses im Zeitablauf unterstellt ist, besteht über eine Abflachung dieses (erwarteten) Zinspfades hinreichend Spielraum für eine geldpolitische Lockerung.

(vgl. Erläuterungen auf Seite 15 ff.). Inwieweit die drohende drastische Konsolidierung schon zurzeit die Konjunktur belastet, ist schwer zu beurteilen. Zwar wurden vor allem in der Rüstungsindustrie Stimmen laut, wonach angesichts der fiskalischen Aussichten Einstellungen und Investitionen aufgeschoben würden. Nichtsdestoweniger hat sich die Dynamik der gewerblichen Ausrüstungsinvestitionen im Frühjahr wieder etwas erhöht.

## Japan

Nach einem starken Wachstumsschub im Winter, als das reale BIP um 1¼% gegenüber dem Vorquartal zugelegt hatte, ist die gesamtwirtschaftliche Erzeugung Japans im Frühjahr nur noch um saisonbereinigt ¼% gestiegen. Maßgeblich für diese Verlangsamung war vor allem, dass die zuvor schwungvolle Expansion des privaten Konsums praktisch zum Stillstand kam. Zwar ging der Verbrauch langlebiger Waren, getragen von staatlichen Kaufanreizen für Pkw, erneut kräftig nach oben. Im Unterschied zur Vorperiode haben aber die privaten Haushalte jetzt ihre Ausgaben für andere Waren eingeschränkt. Überdies leisteten die Vorratsänderungen keinen Beitrag mehr zum gesamtwirtschaftlichen Wachstum, das zudem vom Außenhandel noch geringfügig zurückgehalten wurde. Andererseits wurden die Bruttoanlageinvestitionen von privater und öffentlicher Seite beträchtlich ausgeweitet, vorangetrieben durch die Aufbauanstrengungen nach den katastrophengebundenen Verwüstungen des letzten Jahres. Parallel zu der unsteten, aber anhaltenden konjunkturellen Erholung entspannte sich die Lage am Arbeitsmarkt. Die Erwerbslosenquote erreichte im Juni mit 4,3% den tiefsten Stand seit September 2011. Zudem schwächten sich die Deflationstendenzen auf der Verbrauchersseite etwas ab. Der Warenkorb der Konsumenten verbilligte sich unter Ausschluss von Energie und Nahrungsmitteln im zweiten Quartal um 0,5% binnen Jahresfrist und somit geringfügig weniger als im ersten. Insgesamt legte der Ver-

braucherpreisindex gegenüber der Vorjahrsperiode um 0,2% zu.

## Großbritannien

Gemäß einer ersten Setzung schrumpfte die gesamtwirtschaftliche Erzeugung Großbritanniens im Frühjahr saisonbereinigt um ¾% gegenüber dem Vorquartal. Sie war damit so gering wie seit dem Winter 2010 nicht mehr; ihren Höchststand vom ersten Jahresviertel 2008 verfehlte sie um 4½%. Zwar dürften für die zuletzt erhebliche Kontraktion auch Sonderfaktoren von Bedeutung gewesen sein, insbesondere ein zusätzlicher Feiertag wegen des Thronjubiläums der Königin.<sup>1)</sup> Den größten Beitrag zum BIP-Rückgang leistete allerdings erneut das Baugewerbe, dessen Produktion den Vorjahrsstand um knapp 10% unterschritt. Die in der Öffentlichkeit oftmals angeführte Staatsschuldenkrise auf dem Kontinent dürfte jedoch auf diesen Sektor, der kaum grenzüberschreitende Verflechtungen aufweist, keinen nennenswerten Einfluss ausgeübt haben. Monatliche Indikatoren legen vielmehr eine kräftige Einschränkung der neuen Bauprojekte der öffentlichen Hand nahe, worin sich wohl nicht nur die Anstrengungen um eine fiskalische Konsolidierung niederschlugen, sondern auch der Abschluss der Vorbereitungen für die Olympischen Spiele. Die Erzeugung im übrigen produzierenden Gewerbe wurde im Frühjahr bei Weitem nicht so kräftig gegenüber dem Vorquartal eingeschränkt wie im Bau, während sie im Dienstleistungssektor fast unverändert war. Dabei zog die reale Bruttowertschöpfung im öffentlichen Dienst sogar weiter an. Auch der Arbeitsmarkt trotzte dem gesamtwirtschaftlichen Abschwung. So lag die Erwerbslosenquote im Mai auf dem niedrigsten Niveau seit Juni vergangenen Jahres (8,0%). Die anhaltende Beruhigung des Preisklimas zeigte sich im

*Rezession vom Abschwung im Baugewerbe getrieben*

*Weiterhin unsteter Erholungspfad*

<sup>1)</sup> Da dieser Feiertag in den Juni fiel, für den bislang kaum Daten verfügbar waren, hat er auch die mit der ersten offiziellen BIP-Schätzung verbundene Unsicherheit gesteigert. Die Wahrscheinlichkeit einer spürbaren Revision dürfte also höher als üblich sein.

Rückgang der Teuerungsrate gemäß dem Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) von 3,5% im ersten Quartal auf 2,8% im zweiten. Die ohne die Preise für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel berechnete Kernrate fiel ebenfalls auf den tiefsten Stand seit Herbst 2009 (2,3%).

## Neue EU-Mitgliedsländer

*Moderate  
gesamtwirtschaftliche  
Expansion*

Die Wirtschaftsleistung in den neuen EU-Mitgliedstaaten insgesamt (EU-7)<sup>2)</sup>, die im ersten Quartal stagniert hatte, dürfte im abgelaufenen Jahresviertel moderat zugenommen haben. So zog das reale BIP in Bulgarien und in Rumänien nach der seitwärts gerichteten Entwicklung im Winter wieder um ¼% beziehungsweise ½% an. In Polen, für das noch keine offiziellen Schätzungen vorliegen, dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion weiter expandiert haben. Die konjunkturelle Dynamik war dort allerdings ungeachtet positiver Effekte im Zusammenhang mit der Fußballeuropameisterschaft wohl etwas schwächer als im ersten Quartal. Einen erneuten BIP-Rückgang verzeichneten hingegen die Tschechische Republik und Ungarn (jeweils – ¼%). Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich in den meisten Ländern der Region in den vergangenen Monaten nur wenig verändert; die aggregierte Arbeitslosenquote betrug zuletzt 9,7%. Die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe hat sich im Länderkreis von 3,8% im ersten auf 3,5% im zweiten Quartal abgeschwächt. Die Spanne reichte dabei von 1,8% in Bulgarien über 3,9% in Polen bis 5,5% in Ungarn, wo zum Jahresbeginn eine Erhöhung der Umsatzsteuer von 25% auf 27% in Kraft getreten ist.

## Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU

*Leichter  
BIP-Rückgang  
im zweiten  
Quartal ...*

Die Wirtschaftsleistung im Euro-Raum ist in den Frühjahrsmonaten leicht gesunken. Damit hat sich die Abwärtsbewegung, die im Herbst 2011 begonnen hatte und im Winterquartal nur

dank des recht soliden Wachstums in Deutschland unterbrochen worden war, wieder fortgesetzt. Saisonbereinigt ging das reale BIP im zweiten Jahresviertel 2012 im Vergleich zur Vorperiode um ¼% und zum Vorjahr um ½% zurück. Zu der negativen Konjunktorentwicklung im Frühjahr hat unter anderem die anhaltende Verschlechterung der wirtschaftlichen Lage in der Peripherie des Euro-Raums beigetragen. Ausschlaggebend dafür war zum einen die unsichere politische Situation in Griechenland zwischen den Parlamentswahlen, die den ohnehin zögerlichen Reformprozess dort zeitweise völlig zum Erliegen brachte. Zum anderen spitzte sich insbesondere in Spanien und in Zypern die Staatsschulden- und Bankenkrise weiter zu, während die Rezession in Italien mit unvermindertem Tempo andauerte. Die negativen Tendenzen in diesen Ländern belasteten nach wie vor das Vertrauen und über den Außenhandelskanal auch direkt die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in den übrigen EWU-Staaten. Erschwerend für die konjunkturelle Entwicklung im Euro-Raum kam noch hinzu, dass vom internationalen Umfeld – anders als im Winterquartal – nur geringe expansive Impulse ausgingen.

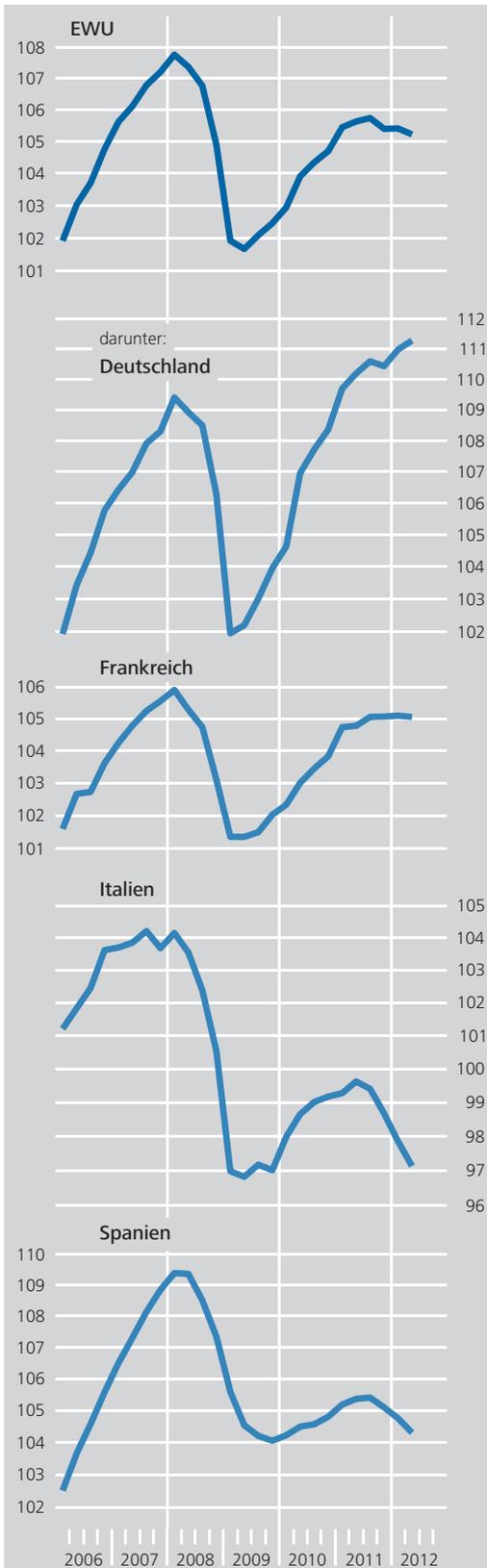
Nach den bisher vorliegenden Angaben für 13 Länder standen einer BIP-Zunahme in Deutschland (¼%) und in einer Reihe von kleineren Ländern sowie einer Stagnation in Frankreich erneut deutliche Rückgänge in Italien (¾%), Spanien (½%), Portugal (1¼%) und Zypern (¾%) gegenüber. Erstmals in diesem Jahr sind auch die Volkswirtschaften Belgiens und Finnlands geschrumpft. In Griechenland, dessen statistisches Amt keine saisonbereinigten Daten mehr veröffentlicht, wurde der Vorjahrsstand um 6¼% und das vergleichbare Vorkrisenniveau um 17½% unterschritten. In den EWU-Ländern ohne Deutschland ist die gesamtwirtschaftliche Produktion seit dem Frühjahr 2011 kalenderbereinigt um nicht weniger als 1% gesunken.

*... bei weiterhin  
heterogenem  
Länderbild*

2 Der Länderkreis umfasst die 2004 und 2007 der EU beigetretenen Staaten, die noch nicht zur EWU gehören.

### Gesamtwirtschaftliche Produktion im Euro-Raum

2005 = 100, saisonbereinigt, vierteljährlich, log. Maßstab



Quelle: Eurostat.  
 Deutsche Bundesbank

Die bisher vorliegenden zumeist umfragebasierten Frühindikatoren deuten nicht auf eine baldige zyklische Besserung hin. So lag der Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe im Juli weiterhin deutlich unterhalb der Expansionsschwelle. Darüber hinaus zeigen die Umfragen im Auftrag der Europäischen Kommission zum Industrievertrauen eine anhaltende Stimmungseintrübung an. Vor allem die Produktionserwartungen und die Bewertung der Auftragsbestände haben sich im letzten Monat noch einmal merklich verschlechtert. Vor diesem Hintergrund ist für das laufende Quartal mit einem erneuten moderaten Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion und für das letzte Jahresviertel bestenfalls mit einer leichten Aufwärtsbewegung zu rechnen. Für das Jahr 2012 insgesamt zeichnet sich damit eine Kontraktion um ¼% bis ½% ab.

*Frühindikatoren deuten nicht auf baldige Konjunkturwende hin*

Die konjunkturelle Schwäche im Euro-Raum war im Frühjahr sektoral betrachtet auf das Produzierende Gewerbe ohne Bau konzentriert. Die Erzeugung ging in diesem Bereich mit ½% im Vorquartalsvergleich ähnlich stark zurück wie in den Wintermonaten und lag um 2½% unter dem Stand vor Jahresfrist. Mit Ausnahme des Energiesektors, der seine Ausbringung um saisonbereinigt 1% gegenüber dem Winterquartal steigerte, waren alle großen industriellen Bereiche betroffen. Besonders deutlich, nämlich um 1½%, gab die Erzeugung von Investitionsgütern nach. Die Produktion von Vorleistungen und Gebrauchsgütern verringerte sich jeweils um ¾%, die von Verbrauchsgütern stagnierte auf dem Niveau des Vorquartals. Mit der negativen Entwicklung der Industrieproduktion im Frühjahr war ein erneuter Rückgang der Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe verbunden, die sich dadurch weiter von ihrem langfristigen Durchschnittswert entfernte. Die Leistung im Baugewerbe unterschritt im April/Mai das durchschnittliche Niveau der Wintermonate um ¼%, obwohl es während der ausgedehnten Frostperiode im Februar in den nördlicheren Mitgliedstaaten spürbare witterungsbedingte Einschränkungen gegeben hatte.

*Erneuter Produktionsrückgang in der Industrie*

*Exporte  
wichtigste Kon-  
junkturstütze*

Nachfrageseitig erhielt der Euro-Raum im Frühjahr lediglich von den Exporten nennenswerte positive Wachstumsimpulse. So nahmen die nominalen Verkäufe in Drittstaaten im zweiten Quartal saisonbereinigt um 2% gegenüber der Vorperiode und um 9% binnen Jahresfrist zu. Die nominale Einfuhr gab dagegen im Verlauf betrachtet um ¼% nach und übertraf das Vorjahrsniveau nur um 2½%, wobei hier neben der anhaltenden Schwäche der Inlandsnachfrage auch die Verbilligung von Rohöl und anderen Rohstoffen an den internationalen Märkten eine Rolle gespielt hat. Rein rechnerisch dürfte der reale Wachstumsbeitrag des Außenhandels der EWU im zweiten Jahresviertel positiv gewesen sein. Dagegen hat sich wohl bei den Bruttoanlageinvestitionen angesichts der sinkenden Erzeugung von Ausrüstungsgütern und der nachlassenden Bautätigkeit die Talfahrt fortgesetzt. In ähnlicher Weise sind die Rückgänge der realen Einzelhandelsumsätze und der Kfz-Zulassungen im zweiten Quartal ein Indiz dafür, dass der private Verbrauch im Berichtszeitraum wohl leicht nach unten tendierte. Den letzten Umfragen zum Verbrauchervertrauen zufolge ist eine Besserung der Konsumkonjunktur noch nicht in Sicht.

*In Krisenländern  
anhaltend  
zunehmende  
Arbeitslosigkeit*

Die Situation auf dem Arbeitsmarkt im Euro-Raum hat sich im zweiten Jahresviertel weiter verschlechtert. Die standardisierte saisonbereinigte Arbeitslosenzahl stieg von März bis Juni um rund 400 000 auf 17,8 Millionen und war zuletzt um 2 Millionen höher als ein Jahr zuvor. Die entsprechende Arbeitslosenquote nahm von 10,9% im ersten auf 11,2% im zweiten

Quartal zu. Die Ausweitung der Erwerbslosigkeit scheint sich im Frühjahr zwar in einigen Krisenländern verlangsamt zu haben, dem standen aber im Hinblick auf den Euro-Raum insgesamt ein schwächerer Rückgang beziehungsweise leichter Anstieg in Mitgliedsländern mit relativ günstiger Konjunktorentwicklung gegenüber. Die Zahl der Erwerbstätigen im Währungsgebiet, die sich im ersten Quartal 2012 saisonbereinigt um 0,2% verringert hatte, dürfte bis zuletzt weiter gesunken sein.

Im zweiten Vierteljahr 2012 sind die Verbraucherpreise im Vergleich zum Vorquartal mit saisonbereinigt 0,5% deutlich schwächer gestiegen als in den beiden Vorperioden. Im Verlauf des Quartals betrug die Erhöhung sogar nur 0,1%. Wesentlich hierfür waren die Energiepreise, die sich im Mai und Juni kräftig ermäßigten. Bei den anderen Warengruppen und bei Dienstleistungen fiel der Preisanstieg hingegen ähnlich hoch aus wie im Vorquartal. Der Vorjahrsabstand des HVPI insgesamt verringerte sich von 2,7% auf 2,5%. Besonders ausgeprägt war die Jahresteuersatzrate mit 3,6% in Italien. Hier spielten jedoch verschiedene Abgabenerhöhungen und Anhebungen administrierter Preise eine Rolle. Die HVPI-Rate in Frankreich unterschritt mit 2,3% leicht, die Rate in Spanien unter dem Einfluss der Wirtschaftskrise mit 1,9% merklich den EWU-Durchschnitt. Im Juli stiegen die Verbraucherpreise den Rohölnotierungen folgend saisonbereinigt wieder an. Die Vorjahrsrate belief sich wie schon in den beiden Vormonaten auf 2,4%.

*Verlangsamter  
Anstieg der Ver-  
braucherpreise*