

INTERNATIONALE KONJUNKTUR: IM SPANNUNGSFELD GEGEN- LÄUFIGER GELDPOLITIK

I. Weltwirtschaft: Moderates Wachstum

1. Konjunkturelle Lage
2. Ausblick

II. Konjunktur außerhalb des Euro-Raums

1. Vereinigte Staaten: Geldpolitik verunsichert
2. China: Keine harte Landung erwartet
3. Japan: Demografie dämpft Potenzialwachstum
4. Vereinigtes Königreich: Zinswende birgt Risiken

III. Euro-Raum: Sonderfaktoren treiben Konjunkturerholung

1. Konjunkturelle Lage
2. Geldpolitik verschleiert Grunddynamik
3. Ausblick

Literatur

DAS WICHTIGSTE IN KÜRZE

Die Weltwirtschaft expandierte im Verlauf des Jahres 2015 nur moderat. Dies geht vor allem auf ein schwächeres Wachstum in den Schwellenländern zurück. Der Abschwung der chinesischen Wirtschaft, der Rückgang der weltweiten Rohstoffnachfrage und erhebliche angebotsseitige Probleme belasten das Wachstum der aufstrebenden Volkswirtschaften. Brasilien und Russland befinden sich sogar in der Rezession. Im Vergleich hierzu stellt sich die Wirtschaftsentwicklung in den Industrieländern weitaus günstiger dar. In den Vereinigten Staaten sowie dem Vereinigten Königreich setzte sich der konjunkturelle Aufschwung fort. Zudem hat sich die Wirtschaft des Euro-Raums etwas belebt. Dies geht einerseits darauf zurück, dass die makroökonomischen Anpassungsprozesse in einem Teil des Euro-Raums weiter vorangeschritten sind. Andererseits wirken sich mehrere Sonderfaktoren günstig auf die Konjunktur im gesamten Euro-Raum aus. Ein selbsttragender Aufschwung ist im Euro-Raum allerdings nicht in Sicht.

Die konjunkturellen Unterschiede zwischen den großen Industrieländern haben die Ausrichtung der Geldpolitik zum zentralen Spannungsfeld der Weltkonjunktur werden lassen. Während im Euro-Raum und in Japan die Geldpolitik im Jahresverlauf nochmals gelockert wurde und weitere expansive Maßnahmen nicht unwahrscheinlich sind, steht in den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich nach sieben Jahren Niedrigzinspolitik die Zinswende bevor. Bis jetzt zögern die Zentralbanken der beiden Länder allerdings noch und erhöhen damit die bestehende Unsicherheit.

Zu den stützenden Sonderfaktoren im Euro-Raum zählt insbesondere die extrem lockere Geldpolitik der Europäischen Zentralbank. Mit ihren vielfältigen Maßnahmen seit Frühjahr des Jahres 2014 gingen eine massive Abwertung des Euro und eine Verbesserung der Finanzierungsbedingungen einher. Dies dürfte einen hohen Wachstumsbeitrag zum Anstieg des Bruttoinlandsprodukts geliefert haben. Zudem hat der drastische Ölpreiskröckgang die Kaufkraft der privaten Haushalte erhöht und zu einem spürbaren Anstieg des privaten Verbrauchs beigetragen. Ferner gingen in diesem Jahr kaum noch restriktive Impulse von der Fiskalpolitik aus, da die meisten Mitgliedstaaten ihre Konsolidierungsanstrengungen eingestellt haben. In Anbetracht dieser Sonderfaktoren und der aus ihnen folgenden Impulse ist die momentane Wirtschaftsdynamik im Euro-Raum enttäuschend.

Insgesamt prognostiziert der Sachverständigenrat in den Jahren 2015 und 2016 für die Weltwirtschaft einen Produktionsanstieg um jeweils 2,6 %. In den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich ist trotz der zu erwartenden Straffung der Geldpolitik mit einer Fortsetzung des robusten Wachstums zu rechnen. Im Euro-Raum dürfte die Konjunkturerholung zwar weiter voranschreiten. Sie ist jedoch fragil und wird dadurch belastet, dass die Wirkung der stützenden Sonderfaktoren im kommenden Jahr nachlassen dürfte. Einem kräftigen Wirtschaftswachstum steht zudem das sehr geringe Potenzialwachstum entgegen. In den Schwellenländern wird sich der Wachstumsrückgang in den meisten Ländern fortsetzen. Der graduelle Wachstumsrückgang Chinas wird aufgrund der engen wirtschaftlichen Verflechtungen mit dämpfenden Effekten auf die anderen Schwellenländer einhergehen. Für die chinesische Wirtschaft wird allerdings kein abrupter Wachstumseinbruch erwartet. Außerdem dürften Brasilien und Russland allmählich die Rezession überwinden.

I. WELTWIRTSCHAFT: MODERATES WACHSTUM

105. Die **Weltwirtschaft** ist im ersten Halbjahr 2015 nur moderat gewachsen. Die in der jüngeren Vergangenheit zu beobachtende Divergenz zwischen den Konjunkturzyklen der Industrie- und Schwellenländer hat sich fortgesetzt, die Wachstumskräfte der Weltwirtschaft verlagerten sich damit in Richtung der Industrieländer. [↘ ABBILDUNG 9](#) Hierzu trug zum einen die Fortsetzung des Aufschwungs in den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich bei. Zum anderen verbesserte sich die konjunkturelle Lage im Euro-Raum. Im Unterschied hierzu setzte sich in China, dem mit Abstand größten Schwellenland, die Phase rückläufiger Wachstumsraten fort. Dies wirkte sich dämpfend auf die Entwicklung der Rohstoffpreise aus, die seit Herbst vergangenen Jahres stark gefallen sind. Einige rohstoffexportierende Länder, wie Russland und Brasilien, sind nicht zuletzt deshalb in einer Rezession.

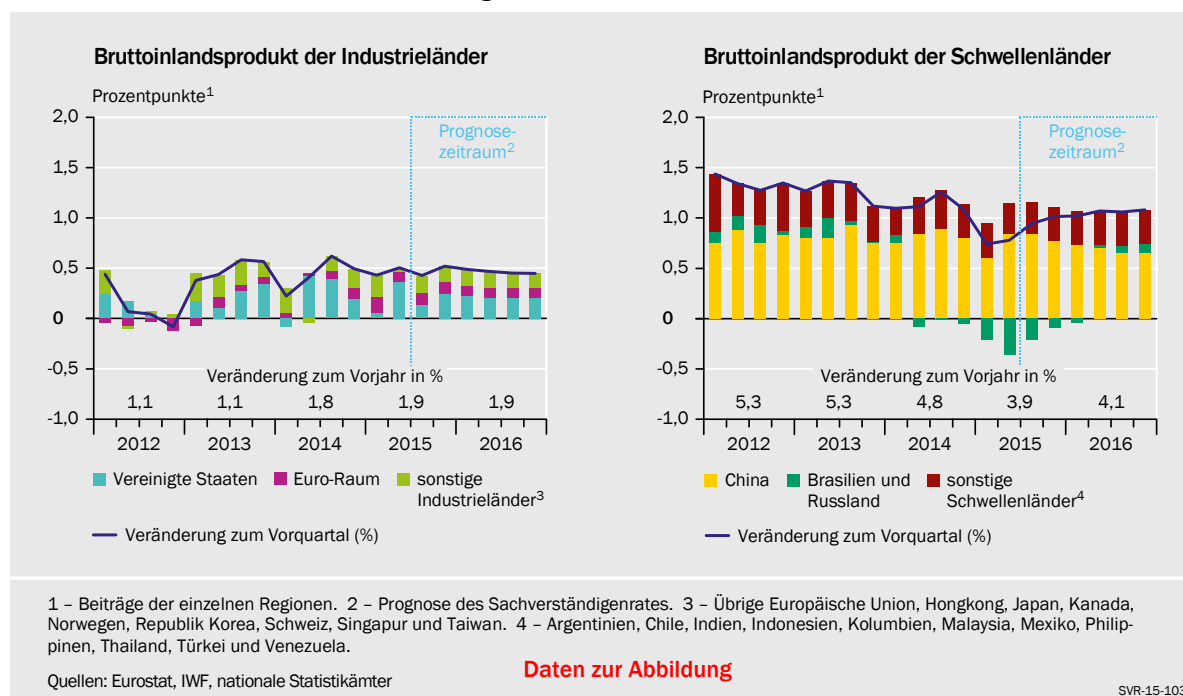
1. Konjunkturelle Lage

Geldpolitische Zweiteilung in den Industrieländern

106. In den **großen Industrieländern** stellt sich die konjunkturelle Lage im bisherigen Verlauf des Jahres 2015 recht robust dar. Neben den schon seit längerem wieder kräftig wachsenden Volkswirtschaften der Vereinigten Staaten [↘ ZIFFERN 135 FF.](#) und des Vereinigten Königreichs [↘ ZIFFERN 161 FF.](#) zeigt sich inzwischen selbst im Euro-Raum [↘ ZIFFERN 167 FF.](#) eine konjunkturelle Belebung. Nach wie vor schwach verläuft hingegen die Entwicklung in Japan. Im Gesamtergebnis dürften nahezu alle großen Industrieländer im Jahr 2015 Wachstumsraten oberhalb ihres Potenzialwachstums erzielen. Die anhaltende Nullzinspolitik der Zentral-

[↘ ABBILDUNG 9](#)

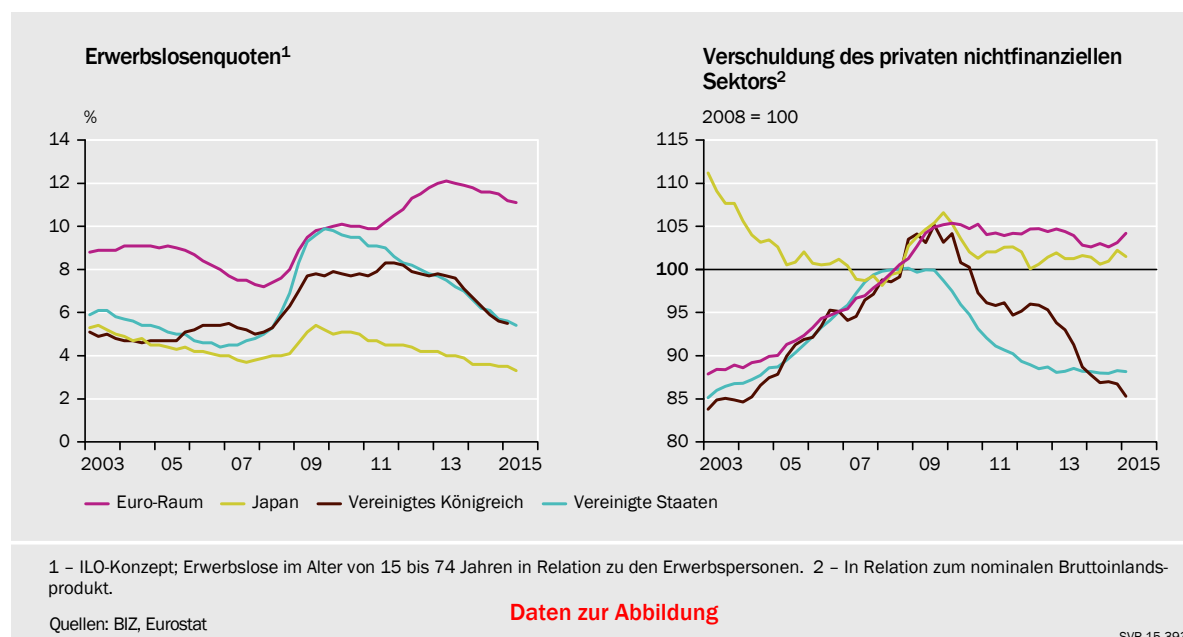
Voraussichtliche wirtschaftliche Entwicklung der Industrie- und Schwellenländer



banken aller großen Industrieländer weist jedoch darauf hin, dass die Nachwirkungen der **Finanzkrise noch nicht überwunden** sind.

107. Offensichtlich ist dies im **Euro-Raum**. Dort befindet sich die Arbeitslosigkeit noch immer auf einem sehr hohen Niveau. [↘ ABBILDUNG 10 LINKS](#) Die Kapazitäten sind in fast allen Mitgliedstaaten unterausgelastet und der inländische Preisdruck ist schwach. Trotz leichter Fortschritte besteht nach wie vor ein erheblicher **Rückstand** gegenüber den Vereinigten Staaten beim **Abbau der privaten Schuldenstandsquoten**. [↘ ABBILDUNG 10 RECHTS](#) Vor dem Hintergrund der sehr lockeren Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) und einer weitgehend neutralen Fiskalpolitik ist das aktuelle Wachstum enttäuschend.
108. In **Japan** stellt sich die Situation ähnlich dar. Dort liegt ebenfalls kein selbsttragendes Wachstum vor. Es sind die **enormen Impulse** seitens der **Geld- und Fiskalpolitik**, die das Wachstum treiben. Diese scheinen jedoch zunehmend an Wirkung zu verlieren. Ein Übergang zu einem selbsttragenden Aufschwung mit Inflationsraten nahe den angestrebten 2 % erscheint unwahrscheinlich. Dabei werden die ebenso rapiden wie umfassenden Folgen des demografischen Wandels auf das japanische Potenzialwachstum immer deutlicher.
109. Die konjunkturellen Unterschiede zwischen den großen Industrieländern haben die Ausrichtung der Geldpolitik zum **zentralen Spannungsfeld** der Weltkonjunktur werden lassen. Nach einer siebenjährigen Niedrigzinsphase verdichten sich nunmehr in den Vereinigten Staaten die Anzeichen für eine bevorstehende Zinswende. Die Bank of England (BoE) könnte folgen. Dieser – voraussichtlich sehr behutsame – Ausstieg aus der Niedrigzinsphase wird von Zinsregeln und anderen Indikatoren seit einiger Zeit nahegelegt. [↘ ZIFFER 139](#) Beide Zentralbanken zögern jedoch bei der Umsetzung, wofür neben der befürchteten konjunkturell dämpfenden Wirkung insbesondere zwei Gründe verantwortlich sein könnten.

[↘ ABBILDUNG 10](#)
Erwerbslosigkeit und Verschuldung in großen Industrieländern



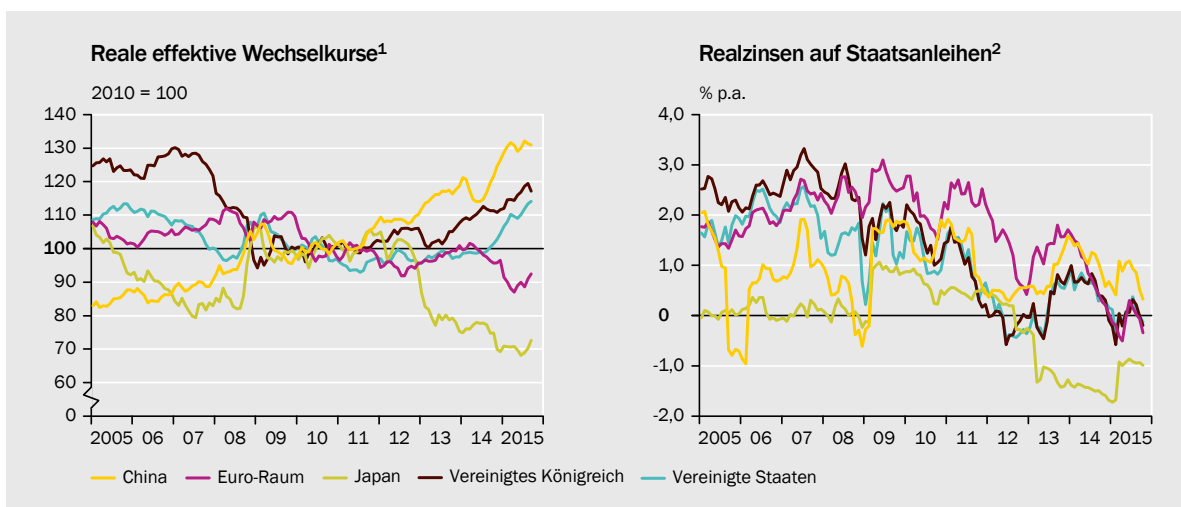
110. Erstens könnten sich durch die Zinswende die Unterschiede in der geldpolitischen Ausrichtung weiter verstärken. Dies könnte zu größeren Bewegungen auf den **internationalen Kapital- und Währungsmärkten** führen. Bereits in den zurückliegenden Quartalen haben die Rückführung der quantitativen Lockerungsmaßnahmen durch die US-amerikanische Federal Reserve (Fed) und die BoE sowie die gleichzeitige Ausweitung der Lockerungsmaßnahmen der EZB und der Bank of Japan (BoJ) zu einer kräftigen Aufwertung des US-Dollar sowie des britischen Pfund geführt [↘ ABBILDUNG 11 LINKS](#), mit spürbar dämpfenden Effekten auf die Exporte im ersten Halbjahr 2015.

Im Zuge der Zinswende könnten weitere Aufwertungen folgen. Die Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit wäre eine Belastung für den Aufschwung in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich.

111. Zweitens würde die Umsetzung der Zinswende den weiteren Abbau der **Verschuldung der privaten Haushalte** erschweren. In den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich sind die Zinslasten der privaten Haushalte, in Relation zum verfügbaren Einkommen, im Zuge der langen Niedrigzinsphase merklich zurückgegangen. Dies war möglich, da in beiden Ländern ein wesentlicher Teil der Kredite mit variabler Verzinsung abgeschlossen wird oder eine Umschuldung leicht möglich ist. Die Notenbanken haben somit zu einer deutlichen Entspannung der Verschuldungssituation beigetragen. Aufgrund der immer noch hohen Schuldenstände würden eine Anhebung der Zinsen sowie eine Schwächung der Haushaltseinkommen den weiteren Schuldenabbau der privaten Haushalte jedoch erschweren.

112. Neben der Geldpolitik wird derzeit intensiv über den konjunkturellen Einfluss des **Ölpreisverfalls** seit Mitte des Jahres 2014 diskutiert. Dabei sind zwei gegenläufige Effekte zu berücksichtigen. Zum einen hat der Ölpreisrückgang für sich genommen positive Effekte auf den privaten Verbrauch, da er das real ver-

[↘ ABBILDUNG 11](#)
Wechselkurse und Zinsen ausgewählter Länder



1 – Auf Basis der Verbraucherpreisindizes. 2 – Für den Euro-Raum: Durchschnitt von 2-, 3-, 5-, 7- und 10-jährigen Staatsanleihen, gewichtet mit dem Volumen der ausstehenden Staatsanleihen der jeweiligen Laufzeit, bereinigt um die Inflationsrate; alle übrigen Länder: 10-jährige Staatsanleihen, bereinigt um die Inflationsrate.

Quellen: BIZ, Thomson Financial Datastream

Daten zur Abbildung

SVR-15-387

fügbare Einkommen erhöht. Zum anderen ist aber zu berücksichtigen, dass der Ölpreis ein Ergebnis der Entwicklung auf den Rohstoffmärkten ist. Je nachdem, ob der Ölpreisverfall durch nachfrage- oder angebotsseitige Faktoren hervorgerufen wurde, ergeben sich andere Auswirkungen auf die Konjunktur (Kilian, 2009). Geht der Ölpreistrückgang vornehmlich auf nachfrageseitige Effekte zurück, erhält die Weltkonjunktur negative Impulse über den Außenhandels- und Investitionskanal, welche die Konsumeffekte überwiegen können.

Ökonometrische Analysen lassen darauf schließen, dass etwa zwei Drittel des Ölpreistrückgangs auf die **Schwäche der weltweiten Ölnachfrage** zurückzuführen sind und nur ein Drittel auf eine Ausweitung des Angebots. [↪ KASTEN 4](#) Die globale Nachfrageschwäche wiederum dürfte zu einem gewissen Teil auf den Strukturwandel in China zurückzuführen sein. Dies legt nahe, dass der positive Effekt des Ölpreisverfalls auf die Konjunktur in den Industrieländern deutlich geringer ausfällt, als es der bloße Preistrückgang vermuten ließe.

113. Nach mehreren Jahren der Haushaltskonsolidierung ist die **Ausrichtung der Fiskalpolitik** in der Mehrzahl der Industrieländer inzwischen **neutral oder sogar leicht expansiv**. Seit dem Jahr 2014 sind überwiegend nur noch geringe Änderungen der strukturellen Budgetsalden zu verzeichnen. Die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte wurde eingestellt, obwohl die Schuldenstände in nahezu allen Industrieländern noch ausgesprochen hoch sind, teilweise sogar deutlich oberhalb der Vorkrisenniveaus. Vielfach nehmen sie sogar weiter zu. Aktuell begrenzen zwar die äußerst niedrigen Zinsen auf Staatsanleihen die Kosten der hohen Verschuldung. [↪ ABBILDUNG 11 RECHTS](#) Im Zuge einer möglichen Normalisierung des Zinsniveaus dürfte die Haushaltsbelastung durch den Schuldendienst aber wieder zunehmen.

[↪ KASTEN 4](#)

Ursachen für den Ölpreisverfall

Die Entwicklung des Rohölpreises spielt eine bedeutende Rolle bei der Konjunkturanalyse. Spätestens seit den Ölkrisen in den 1970er- und zu Beginn der 1980er-Jahre wird in einem kräftigen Ölpreisanstieg immer ein potenzielles Risiko für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung gesehen. So findet Hamilton (2009) für die Vereinigten Staaten, dass nach dem Jahr 1945, außer im Konjunkturabschwung der Jahre 1960 und 1961, allen Rezessionen ein kräftiger Ölpreisanstieg vorangegangen war. Unter der Annahme eines symmetrischen Effekts würde sich aus einem deutlichen Ölpreistrückgang ein kräftiger positiver Impuls für die Konjunktur ergeben. Jedoch gab es mehrere Zeitpunkte, zu denen der **Zusammenhang unklar** war. Zum Beispiel führte der deutliche Ölpreisverfall im Jahr 1986 nicht zu einem kräftigen Wirtschaftsaufschwung in den Vereinigten Staaten.

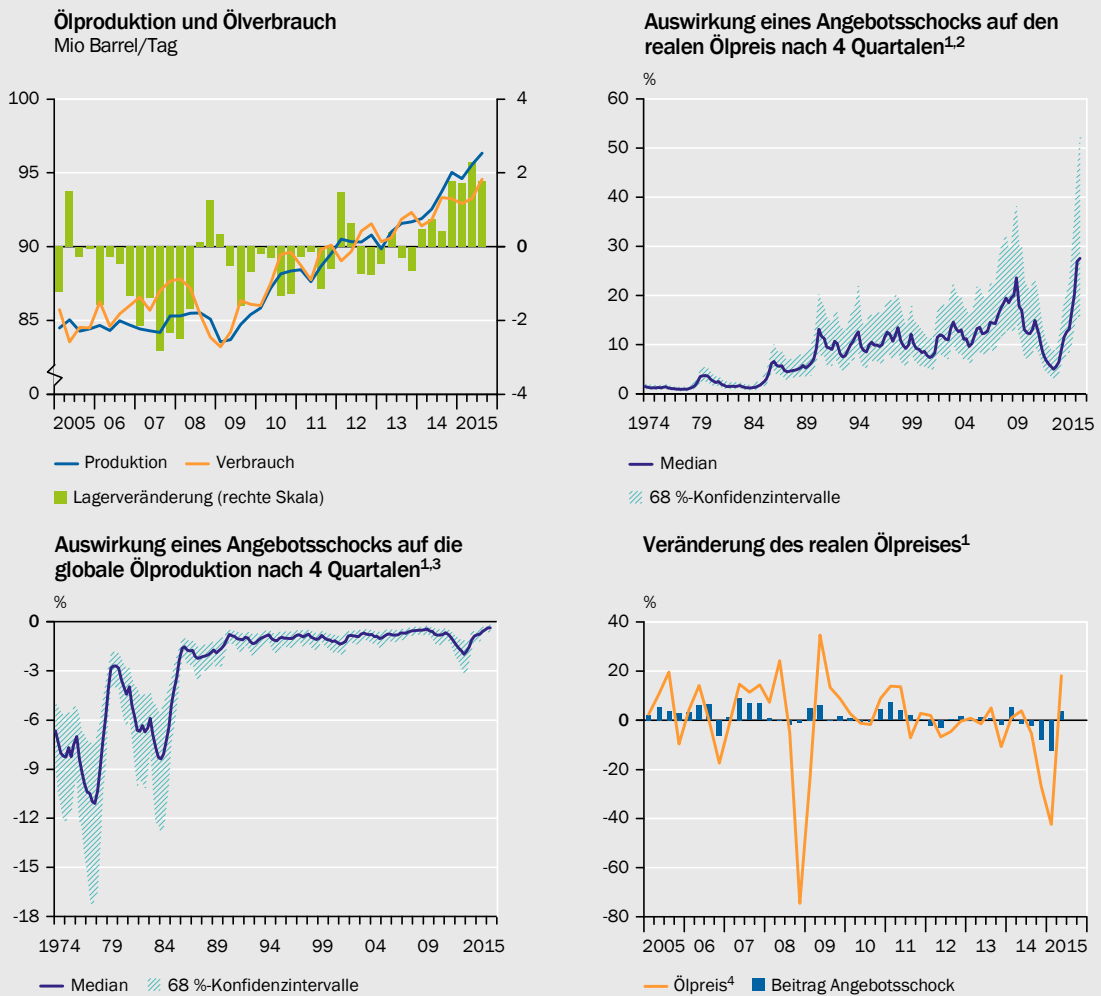
Der **Ölpreis** ist **keine exogene Variable**, sondern ergibt sich aus einem globalen Zusammenspiel von Ölnachfrage und -angebot. Nicht zuletzt dürften Erwartungen hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung auf dem Ölmarkt eine Rolle spielen (Kilian, 2009). Je nachdem, ob nachfrage- oder angebotsseitige Faktoren eine Ölpreisveränderung bewirkt haben, ergeben sich andere Auswirkungen auf die Konjunktur. Für Deutschland kann ein Ölpreisanstieg mit positiven Effekten verbunden sein, wenn er primär durch eine Erhöhung der Weltnachfrage hervorgerufen wurde. Die erhöhte Weltnachfrage, die diesen Ölpreisanstieg bewirkt, ist verbunden mit einer Steigerung der Exporte und überkompensiert dabei die direkten negativen Effekte des höheren Ölpreises etwa auf die Realeinkommen (Carstensen et al., 2013). Im Kontrast hierzu führt eine Verknappung des Ölangebots, die ebenfalls mit einem

Anstieg des Ölpreises einhergeht, zu einem Rückgang der deutschen Wirtschaftsleistung. Allerdings reagieren die Länder unterschiedlich auf die jeweiligen angebots- oder nachfrageseitig getriebenen Ölpreisänderungen (Peersman und van Robays, 2012).

In der aktuellen Situation würde der deutliche Ölpreisrückgang nur dann einen kräftigen positiven Impuls auf die Weltkonjunktur ausüben, wenn er primär durch angebotsseitige Faktoren getrieben wäre. Es ist daher wichtig herauszufinden, welche Faktoren den starken Ölpreisverfall seit der Jahresmitte 2014 bewirkt haben. Ein Blick auf die **globale Ölproduktion und -nachfrage** zeigt, dass die Ölproduktion in den vergangenen vier Quartalen deutlich stärker zugelegt hat als die Nachfrage. [↘ ABBILDUNG 12 OBEN LINKS](#) Dabei dürften eine noch bis Juli 2015 steigende Ölproduktion in den Vereinigten Staaten sowie die Entscheidung der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC), die bisherigen Förderquoten beizubehalten und keine Verknappung des Angebots herbeizuführen, eine Rolle gespielt haben. Es stellt sich die Frage, warum bei der relativ schwachen Nachfrageentwicklung das Ölangebot weiterhin so deutlich ausgeweitet wurde. Jedoch könnte die Frage ebenfalls lauten, warum die Nachfrage sich entgegen den Erwartungen der Produzenten so wenig dynamisch entwickelt hat. Allein aus diesen Punkten wird klar, dass aus einem bloßen Vergleich von Ölangebot und -nachfrage keine kausale Aussage folgt.

[↘ ABBILDUNG 12](#)

Ölproduktion, Ölverbrauch und Auswirkungen von Ölangebotsschocks



1 – Eigene Berechnungen. 2 – Normierung des Schocks auf einen anfänglich 1-prozentigen Rückgang des globalen Angebots. 3 – Normierung des Schocks auf einen anfänglich 10-prozentigen Preisanstieg. 4 – Veränderung zum Vorquartal.

Quelle: EIA

Daten zur Abbildung

SVR-15-396

Zeitreihenökonometrische Modelle stellen eine Möglichkeit dar, die Ursachen hinter dem jüngsten Ölpreisverfall zu analysieren. Im Folgenden werden Ölangebotsschocks anhand eines **zeitabhängigen vektorautoregressiven Modells** (TVP-VAR) identifiziert. Hierbei handelt es sich um eine Aktualisierung der für die Vereinigten Staaten durchgeführten Studie von Baumeister und Peersman (2013). Das TVP-VAR modelliert Strukturbrüche endogen und berücksichtigt, dass die Volatilität des Ölpreises seit Mitte der 1980er-Jahre zugenommen hat, während die Ölproduktion weniger stark variiert. Die Schätzung basiert auf Daten vom ersten Quartal 1974 bis zum zweiten Quartal 2015. Der Zeitraum beinhaltet somit nicht in vollem Umfang die Episode des ersten Ölpreisschocks. Das Modell enthält vier Variablen: die weltweite Ölproduktion, den realen Ölpreis für importiertes Rohöl der Vereinigten Staaten, das reale Bruttoinlandsprodukt sowie die Verbraucherpreise der Vereinigten Staaten. Ein Ölangebotsschock wird in diesem Modell nicht mit einem direkten Impuls in der Gleichung der Ölproduktion identifiziert. Stattdessen erfolgt die Identifikation anhand von Vorzeichenrestriktionen, bei denen angebotsseitige Schocks zu einer gegenläufigen Entwicklung des Ölpreises und der Ölproduktion führen. Es sollte dabei beachtet werden, dass das angewendete TVP-VAR nur eine mögliche Variante der Modellierung von Ölangebotsschocks darstellt und die Ergebnisse daher mit einer gewissen Vorsicht zu interpretieren sind.

Gemäß dieser Analyse haben sich die Reaktionen des Ölpreises und des Ölangebots auf angebotsseitige Faktoren im Zeitverlauf merklich verändert. Der Ölpreis steigt seit dem Jahr 1986 nach einem Ölangebotsschock wesentlich stärker nach einer Verknappung der Ölproduktion um 1 % als noch in den 1970er-Jahren. [↘ ABBILDUNG 12 OBEN RECHTS](#) Im Vergleich hierzu scheint die Reaktion der Ölproduktion deutlich abgenommen zu haben. [↘ ABBILDUNG 12 UNTEN LINKS](#) Zu einem großen Teil dürfte dies auf einer Verringerung der Auswirkungen eines gegebenen Ölpreisanstiegs auf die Ölnachfrage, also einer gesunkenen Preiselastizität der Ölnachfrage, im Zeitverlauf beruhen (Baumeister und Peersman, 2013): Seit Mitte der 1980er-Jahre geht die Ölnachfrage infolge eines Ölpreisanstiegs weniger stark zurück, als es noch in den 1970er-Jahren der Fall war.

Ferner zeigt eine auf diesen Modellergebnissen beruhende historische Zerlegung des realen Ölpreises, dass angebotsseitige Schocks etwa ein Drittel des Ölpreisverfalls seit Mitte des vergangenen Jahres erklären können. [↘ ABBILDUNG 12 UNTEN RECHTS](#) Sie haben damit stärker zur Ölpreisveränderung beigetragen, als dies zum Beispiel während der Finanzkrise 2008/09 der Fall war. Jedoch sind immer noch etwa zwei Drittel des Ölpreisrückgangs durch andere Faktoren getrieben. Insoweit es sich um einen Rückgang der Weltnachfrage handelt, dürfte dies die globale Konjunkturentwicklung schwächen. Demnach dürfte der positive Effekt durch den Ölpreisverfall auf die Konjunktur geringer ausfallen, als es der bloße Preisrückgang vermuten ließe.

Wachstumstempo der Schwellenländer sinkt

- 114.** Die schon länger beobachtete Wachstumsverlangsamung in den Schwellenländern hat sich im ersten Halbjahr 2015 fortgesetzt. Der **Wachstumsrückgang in China** dürfte hierbei eine wesentliche Rolle gespielt haben. Die politischen Maßnahmen zur Eingrenzung des Schattenbankensystems und der Korruption sowie die Abkühlung des Immobilienmarkts scheinen dämpfende Impulse auf die chinesische Wirtschaft zu setzen. Ferner hat der – sich weiterhin eng am US-Dollar orientierende – Renminbi seit dem Herbst 2014 drastisch aufgewertet und dadurch die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der chinesischen Exportindustrie zusätzlich geschwächt.

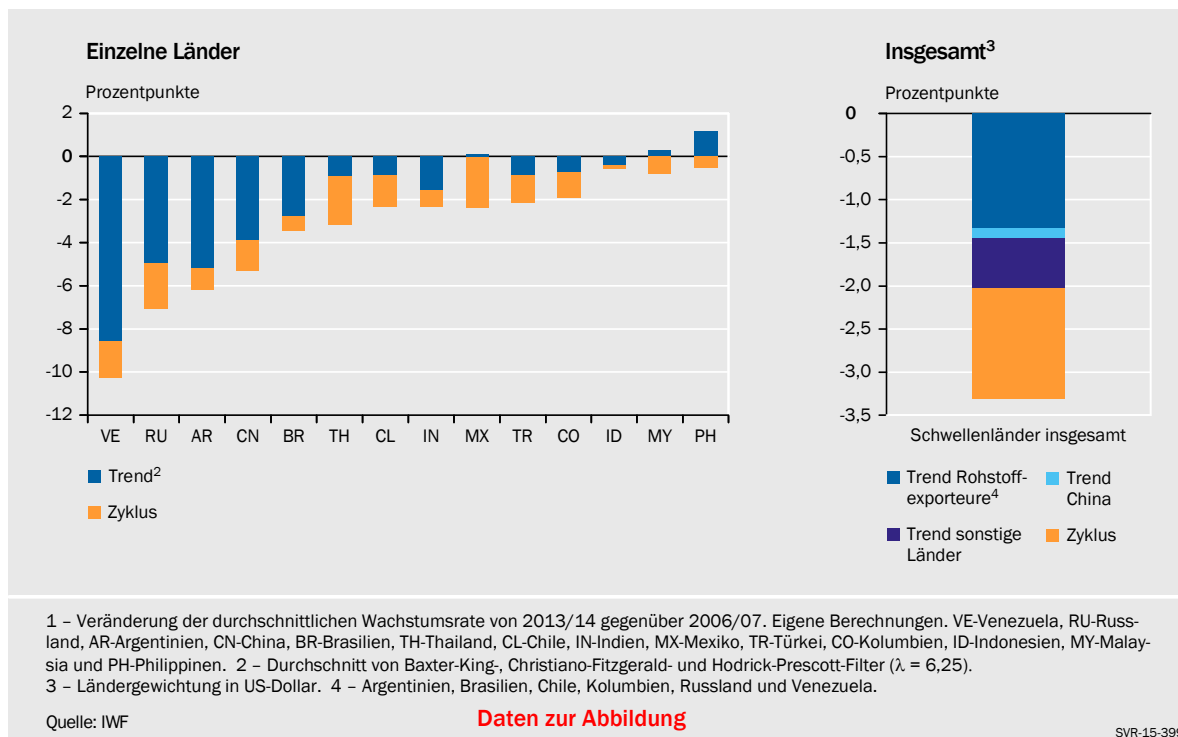
Neben diesen Faktoren deutet vieles darauf hin, dass sich das Potenzialwachstum der chinesischen Wirtschaft spürbar verlangsamt hat. Dies dürfte zum Großteil daran liegen, dass das chinesische Einkommen je Einwohner immer

mehr in den mittleren Einkommensbereich aller Volkswirtschaften vorstößt. Hohe Wachstumsraten sind daher schwerer zu erzielen.

115. Die chinesische Wirtschaft hat aufgrund der **engen Wirtschaftsverflechtungen** spürbar dämpfende Effekte auf andere Schwellenländer. Betroffen sind insbesondere die rohstoffexportierenden Länder, die in den zurückliegenden Jahren hohe Einnahmen infolge des chinesischen Immobilienbooms und des rasanten Ausbaus der dortigen Industrie erzielen konnten. Die jüngsten Entwicklungen haben die Rohstoffnachfrage der chinesischen Wirtschaft merklich verringert und damit einen nachfrageseitigen Beitrag zum globalen Verfall der Rohstoffpreise geleistet.
116. Von den großen Schwellenländern sind **Brasilien** und **Russland** besonders stark vom Rohstoffpreisverfall betroffen. Während die russische Wirtschaft, die zusätzlich durch Wirtschaftssanktionen geschwächt wird, vor allem auf den Export von Gas und Öl angewiesen ist, exportiert Brasilien vorwiegend Eisen und Stahl. In Zeiten des Bau- und Rohstoffbooms konnten beide Länder, angetrieben von Verbesserungen der Terms of Trade und rasant zunehmenden Rohstoffexporten, ihre Wirtschaftsleistung kräftig ausweiten. Inzwischen befinden sie sich jedoch in einer tiefen Rezession. Der Rohstoffboom förderte eine einseitige Abhängigkeit der Wirtschaft und ging mit schwachen Entwicklungen in anderen Wirtschaftsbereichen einher. So hat etwa das Verarbeitende Gewerbe in beiden Ländern mit großen Problemen zu kämpfen, vor allem hinsichtlich der internationalen Wettbewerbsfähigkeit. In anderen rohstoffexportierenden Schwellenländern sind ähnliche Entwicklungen zu beobachten.
117. In den Schwellenländern haben zudem **strukturelle Faktoren** maßgeblich zur Wachstumsverlangsamung seit den Jahren 2006/07 beigetragen. Dies wird anhand von Analysen deutlich, die mit Hilfe von Filterverfahren das Wirtschaftswachstum in eine zyklische und eine strukturelle Komponente zerlegen. Für die vom Sachverständigenrat in seiner Konjunkturprognose berücksichtigten Schwellenländer zeigen eigene Berechnungen, methodisch eng orientiert an Deutsche Bundesbank (2015), dass die zyklischen und die strukturellen Faktoren in nahezu allen betrachteten Ländern zu einem Rückgang des Wirtschaftswachstums geführt haben. [↘ ABBILDUNG 13 LINKS](#) Die negativen Effekte aus der geringeren Auslastung der Produktionskapazitäten werden somit verstärkt durch einen Rückgang im Trendwachstum. Im Vergleich dazu haben die strukturellen Faktoren etwas mehr als die zyklischen Faktoren zur Wachstumsverlangsamung in den Schwellenländern beigetragen.
118. Darüber hinaus zeigt eine Betrachtung der regionalen Beiträge, dass etwa ein Drittel der gesamten Wachstumsverlangsamung in den Schwellenländern auf den Rückgang des Trendwachstums in den rohstoffexportierenden Ländern zurückgeht. [↘ ABBILDUNG 13 RECHTS](#) Die Entwicklung der chinesischen Wirtschaft hat demgegenüber relativ wenig zum **gesamten Rückgang des Trendwachstums** in den Schwellenländern beigetragen. Dieser Befund erklärt sich dadurch, dass das Gewicht Chinas an der Gesamtproduktion der Schwellenländer zwischen 2006/07 und 2013/14 enorm gestiegen ist. Der Bedeutungsgewinn kompensiert somit zu großen Teilen den Rückgang im chinesischen Trendwachstum.

▾ **ABBILDUNG 13**

Beiträge zur Veränderung des Wirtschaftswachstums in den Schwellenländern¹



1 – Veränderung der durchschnittlichen Wachstumsrate von 2013/14 gegenüber 2006/07. Eigene Berechnungen. VE-Venezuela, RU-Russland, AR-Argentinien, CN-China, BR-Brasilien, TH-Thailand, CL-Chile, IN-Indien, MX-Mexiko, TR-Türkei, CO-Kolumbien, ID-Indonesien, MY-Malaysia und PH-Philippinen. 2 – Durchschnitt von Baxter-King-, Christiano-Fitzgerald- und Hodrick-Prescott-Filter ($\lambda = 6,25$). 3 – Ländergewichtung in US-Dollar. 4 – Argentinien, Brasilien, Chile, Kolumbien, Russland und Venezuela.

119. Neben dem Verfall der Rohstoffpreise dürfte der kräftige Rückgang des Trendwachstums in den Schwellenländern zum Großteil an **länderspezifischen angebotsseitigen Faktoren** liegen, welche die Wachstumsmöglichkeiten erheblich verringern. Diese wurden in der Vergangenheit möglicherweise von den boomenden Rohstoffmärkten überlagert. Eine Auswertung von Indikatoren der nicht-preislichen Wettbewerbsfähigkeit deutet darauf hin, dass in vielen Schwellenländern Defizite in der Infrastruktur, mangelhafte öffentliche Institutionen, unzureichende Rechtssicherheit, Korruption sowie eine geringe Effizienz der Gütermärkte die mittelfristigen Wachstumsaussichten belasten. ▾ **KASTEN 5** Besonders schwer scheinen diese Defizite in den lateinamerikanischen Ländern zu wiegen.

▾ **KASTEN 5**

Nicht-preisliche Wettbewerbsfähigkeit in den Schwellenländern

In den vergangenen Jahren hat sich das Wirtschaftswachstum in vielen Schwellenländern deutlich verlangsamt. Insbesondere in Lateinamerika dürfte ein Großteil dieser Entwicklungen auf strukturelle, **angebotsseitige Probleme** zurückgehen, die sich in einer schwachen nicht-preislichen Wettbewerbsfähigkeit ausdrücken und langfristig ein niedriges Wachstum erwarten lassen.

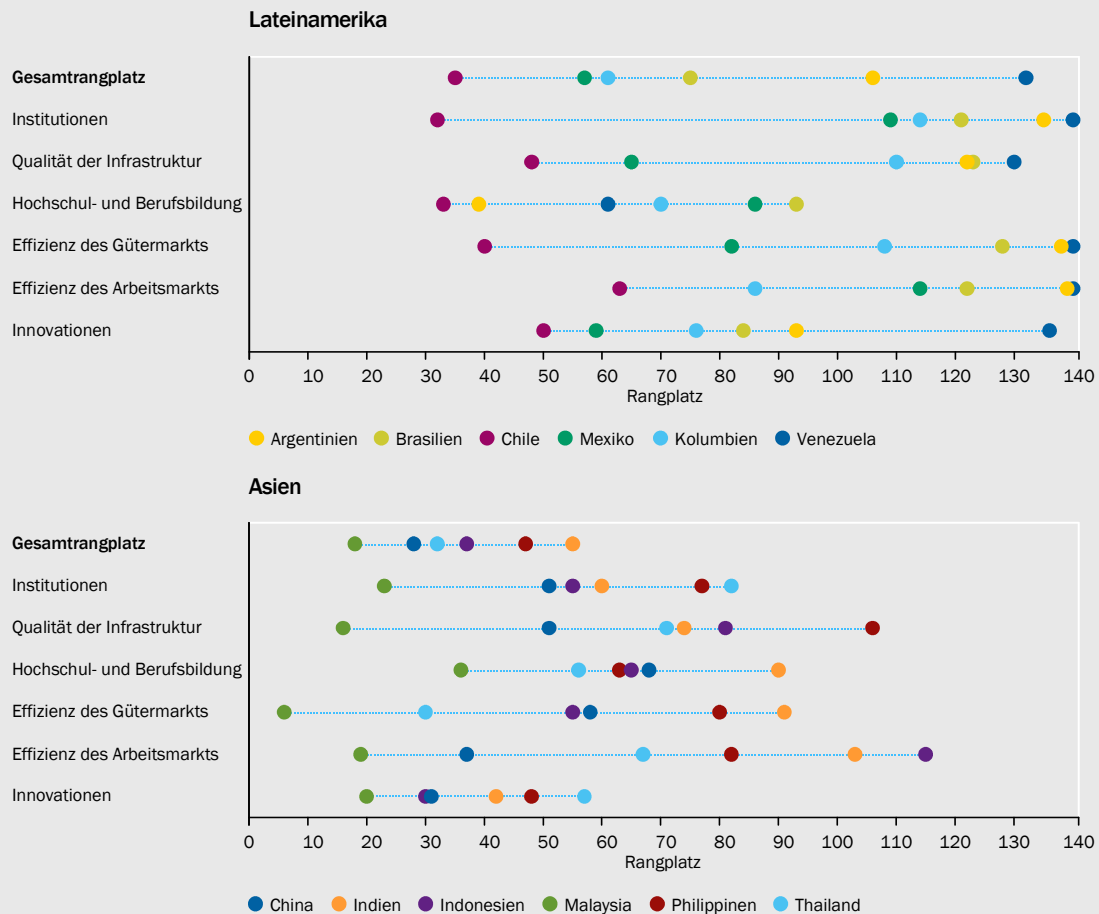
Zur Messung der nicht-preislichen Wettbewerbsfähigkeit können mehrere Indikatoren herangezogen werden, die jedoch allesamt mit Messproblemen behaftet sind und daher mit einer gewissen Vorsicht interpretiert werden sollten (JG 2004 Kasten 28). Insgesamt liefern sie jedoch eine breite Palette relevanter Informationen, zum Beispiel zur Beschaffenheit des institutionellen Umfelds (EZB, 2014).

Der **Global Competitiveness Index (GCI)** des World Economic Forum illustriert einzelne Komponenten der Wettbewerbsfähigkeit, was eine Gesamteinschätzung der nicht-preislichen Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft ermöglicht. ▾ **ABBILDUNG 14** Der Index umfasst beispielsweise Maße für das

makroökonomische und regulatorische Umfeld von Unternehmen. Insgesamt schneiden die lateinamerikanischen Schwellenländer im GCI relativ schlecht ab, wenngleich die Streuung innerhalb der Gruppe sehr hoch ist. Chile schafft es mit Platz 35 von insgesamt 140 betrachteten Ländern ins vordere Mittelfeld und liegt damit zwischen den Industrieländern Spanien und Portugal. Hingegen belegen Brasilien und Argentinien höchstens Plätze im unteren Mittelfeld. Sie erzielen insbesondere bei der Qualität von Institutionen und bei der Effizienz von Märkten schlechte Resultate.

ABBILDUNG 14

Ausgewählte Indikatoren zur nicht-preislichen Wettbewerbsfähigkeit im Jahr 2015¹



1 – Global Competitiveness Index (GCI): Rang von ausgewählten Indikatoren des GCI zur wahrgenommenen wirtschaftlichen Wettbewerbsfähigkeit im internationalen Vergleich (140 Länder).

Quelle: World Economic Forum

Daten zur Abbildung

SVR-15-398

Im Vergleich hierzu erreichen die südostasiatischen Schwellenländer Indonesien, Malaysia, Philippinen und Thailand im GCI Platzierungen zwischen 18 und 47. Sie scheinen effizientere Institutionen und Märkte sowie einen höheren Innovationsgrad zu besitzen als die lateinamerikanischen Staaten. Vor allem Malaysia hat im Vergleich der Schwellenländer fast ausnahmslos Spitzenpositionen inne und liegt mit Platz 18 sogar knapp vor den Industrieländern Belgien und Frankreich. China liegt bei allen Indikatoren mindestens im Mittelfeld. Defizite gibt es unter anderem in der Effizienz des Gütermarkts, da es in China vergleichsweise lange dauert, ein Unternehmen zu gründen. Für Indien ist die Bilanz gemischt. Negativ sticht dort die geringe Effizienz von Märkten heraus, unter anderem aufgrund geringer Flexibilität in der Lohnsetzung und der niedrigen Partizipationsquote von Frauen.

Ein weiterer Indikator wird vom **Programme for International Student Assessment (PISA)** der OECD ermittelt. Er misst die Fähigkeiten von 15-jährigen Schülern in Mathematik, Naturwissenschaften und Lesen und stellt somit eine Schätzung des Humankapitals – eines weiteren Einflussfaktors für die

Produktivität einer Volkswirtschaft – dar. Die Ergebnisse des PISA-Tests aus dem Jahr 2012 zeigen, dass für alle beobachteten Schwellenländer ein deutlicher Verbesserungsbedarf besteht. Unter den 64 getesteten Ländern/Regionen belegen alle lateinamerikanischen Länder hintere Plätze. Die südostasiatischen Schwellenländer Malaysia und Thailand schneiden erneut etwas besser ab, Indonesien fällt gegenüber diesen beiden Ländern aber deutlich zurück. Der Abstand zu den Industrieländern ist weiterhin groß.

Der **Ease of Doing Business Index** der Weltbank bildet administrative Anforderungen und gesetzliche Vorschriften ab, denen sich kleine und mittlere Unternehmen gegenübersehen. So werden beispielsweise Dauer und Kosten von Unternehmensgründungen oder der Durchsetzung von Vertragspflichten aufgeschlüsselt. Bei der so gemessenen Unternehmerfreundlichkeit erreichen die Schwellenländer innerhalb der betrachteten Regionen sehr unterschiedliche Ergebnisse: Während Kolumbien, Mexiko und Chile relativ gut abschneiden, zeigen sich bei Argentinien und Brasilien wiederum deutliche Defizite. Unternehmen in Lateinamerika leiden häufig unter hohen Steuersätzen, zudem sind die Existenzgründung und das Errichten von Gebäuden langwierig und kostspielig. Mexiko und Kolumbien können dies teilweise mit gutem Investorenschutz bei Kreditvergabe und Insolvenz ausgleichen, was Anreize für Investitionen schafft. In Asien sind Malaysia und Thailand besonders unternehmerfreundlich. Im Vergleich hierzu fällt Indien deutlich ab, unter anderem aufgrund der geringen Durchsetzbarkeit von Vertragspflichten und der Dauer und Kostspieligkeit von Bauvorhaben.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die **Defizite in der nicht-preislichen Wettbewerbsfähigkeit** in lateinamerikanischen Schwellenländern insgesamt stärker ausgeprägt sind als in asiatischen Schwellenländern. Gleichwohl besteht in den asiatischen Schwellenländern ebenfalls noch ein großes Verbesserungspotenzial. Hinsichtlich möglicher Verbesserungen zeigen die Umfragen des World Economic Forum, dass die Art dieser Problemfelder zwischen den verschiedenen Gruppen der Schwellenländer sehr ähnlich ist. Obwohl die asiatischen Schwellenländer in der Effizienz von Institutionen und Märkten sowie in der Qualität der Infrastruktur durchschnittlich deutlich bessere Platzierungen als die lateinamerikanischen Länder erreichen, geben Führungskräfte in Unternehmen länderübergreifend an, dass Korruption und eine unzureichende Bereitstellung von Infrastruktur zu den fünf wichtigsten Hemmnissen für Unternehmer gehören. Zudem belasten ein hohes Steuerniveau, ein komplexes Steuersystem und eine ineffiziente Bürokratie die Unternehmertätigkeit sowohl in den lateinamerikanischen als auch in den asiatischen Schwellenländern.

120. Verstärkt werden die Probleme durch die **Entwicklungen auf den internationalen Finanzmärkten**. Die angebotsseitigen Mängel der Schwellenländer sind mit dem Abklingen des Rohstoffbooms in den vergangenen Jahren zunehmend zutage getreten. Dies hat das Risikobewusstsein der Finanzmarktakteure erhöht und zu einem Anstieg der Risikoprämien geführt.
121. Die Risiken aus einer Wachstumsverlangsamung in den Schwellenländern werden durch den **hohen Verschuldungsgrad** verschärft. Im Vergleich etwa zur Asienkrise im Jahr 1997 hat sich das Wechselkursrisiko zwar reduziert, da ein geringerer Anteil an Krediten in Fremdwährung gewährt wird (JG 2013 Kasten 2). Dieser Anteil ist jedoch immer noch hoch. Zudem kann ein Rückgang des Wachstums und damit der Einkommen und Gewinne zu einer Verschlechterung der Bonitäten sowie zu Kreditverlusten führen. Da es aufgrund der weniger gut entwickelten Rechtssysteme in Schwellenländern oft schwierig ist, Kreditforderungen durchzusetzen, könnte dies zu einem **erhöhten Bestand an faulen Krediten** in Bankbilanzen und einem damit einhergehenden Vertrauensverlust

führen. Ein dadurch geschwächter Bankensektor würde den konjunkturellen Abschwung zusätzlich verstärken.

2. Ausblick

122. Für die Industrieländer ist im Prognosezeitraum eine moderate Expansion der Wirtschaftsleistung zu erwarten. [↪ ABBILDUNG 9](#) In den **Vereinigten Staaten** und dem **Vereinigten Königreich** ist trotz der erwarteten Zinswenden mit einer Fortsetzung des robusten Wachstums zu rechnen. Die Wachstumsdynamik dürfte allerdings durch den hohen Auslastungsgrad der Produktionskapazitäten nach und nach gebremst werden. In beiden Ländern befindet sich der Arbeitsmarkt nahe der Vollausslastung, sodass ein Anziehen der Lohnentwicklung erwartet werden kann. Dies sollte stützend auf den privaten Konsum wirken und dazu beitragen, dass die Binnenwirtschaft die größte Stütze des Wachstums bleibt. [↪ ZIFFERN 135 FF., 161 FF.](#)
123. In **Japan** ist die Grundausrichtung der Geldpolitik weiterhin sehr expansiv. Zusätzliche Impulse kommen vonseiten der Fiskalpolitik. Die erwartete Entwicklung in Japan ist allerdings schwach, da die Möglichkeiten der Konjunkturpolitik nahezu ausgeschöpft sein dürften. Hinzu kommt ein Rückgang des Arbeitskräftepotenzials, der sich negativ auf das Potenzialwachstum auswirken wird und politisch bislang kaum adressiert wurde. [↪ ZIFFERN 154 FF.](#)
124. Im **Euro-Raum** dürfte die Mitte des vergangenen Jahres begonnene Erholung weiter voranschreiten. Getragen wird diese Entwicklung vor allem von steigenden privaten Konsumausgaben sowie den Exporten. Dabei handelt es sich jedoch nicht um einen selbsttragenden Aufschwung. So begann die EZB im vergangenen Jahr mit einer erheblichen quantitativen Lockerung, die über verschiedene Transmissionskanäle auf die Wirtschaft wirkt und temporär einen zusätzlichen Wachstumsimpuls setzt. Ferner stützen der niedrige Ölpreis und die Fiskalpolitik das Wachstum. Ohne diese günstigen Voraussetzungen würde die Wachstumsrate des Euro-Raums bestenfalls dem Potenzialwachstum entsprechen. Die Erholung ist somit nicht selbsttragend und auf die Impulse der Sonderfaktoren angewiesen. [↪ ZIFFERN 167 FF.](#)
125. In den **Schwellenländern** wird sich die konjunkturelle Abschwächung fortsetzen. Die verfügbaren Daten lassen in China jedoch keinen abrupten Wachstumseinbruch erwarten. [↪ ZIFFERN 145 FF.](#) Aufgrund der engen wirtschaftlichen Verflechtungen wird der Wachstumsrückgang Chinas mit spürbar dämpfenden Effekten auf die anderen Schwellenländer einhergehen. Ein wichtiger Kanal ist hierbei die schwächere Rohstoffnachfrage Chinas. Insbesondere Brasilien und Russland, zwei große rohstoffexportierende Schwellenländer, sind negativ von der weltweit schwachen Rohstoffnachfrage und dem Verfall der Rohstoffpreise betroffen. Die Aussichten für die russische Wirtschaftsentwicklung werden zudem durch die anhaltenden Auswirkungen der Handelssanktionen getrübt. Für beide Länder ist in diesem und dem kommenden Jahr mit einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts zu rechnen, jedoch dürfte sich die Rezession nach und nach abschwächen.

Da der Rückgang der Wachstumsraten in vielen Schwellenländern auf ein anhaltendes Absinken des Potenzialwachstums zurückgeführt werden kann, ist in den kommenden Jahren keine Rückkehr zu den vor der Finanzkrise beobachteten kräftigen Wachstumsraten zu erwarten.

126. Insgesamt erwartet der Sachverständigenrat, dass die **Weltproduktion** im Jahr 2015 und im Jahr 2016 um jeweils 2,6 % steigen wird. [TABELLE 3](#) Im Einklang mit dieser Prognose wird ein Zuwachs des **Welthandels** im Jahr 2015 und im Jahr 2016 um 1,5 % beziehungsweise 3,1 % erwartet. Diese Prognose be-

TABELLE 3

Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise ausgewählter Länder

Land/Ländergruppe	Gewicht in % ¹	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise		
		Veränderung zum Vorjahr in %					
		2014	2015 ²	2016 ²	2014	2015 ²	2016 ²
Europa	32,9	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6	1,9
Euro-Raum	19,8	0,9	1,6	1,5	0,4	0,1	1,1
Vereinigtes Königreich	4,3	2,9	2,4	2,2	1,5	0,1	1,6
Russland	2,7	0,6	- 4,2	- 1,2	7,8	15,5	7,9
Mittel- und Osteuropa ³	1,8	2,9	3,4	3,0	0,3	- 0,4	0,5
Türkei	1,2	2,9	3,9	3,0	8,9	7,6	8,1
andere Länder ⁴	3,1	2,0	1,7	1,6	0,6	0,4	0,9
Amerika	35,5	2,1	1,7	1,8	3,2	2,9	4,7
Vereinigte Staaten	25,5	2,4	2,4	2,4	1,6	0,2	1,8
Lateinamerika ⁵	3,9	1,6	1,3	1,5	11,6 ^{a)}	16,9 ^{a)}	22,6 ^{a)}
Brasilien	3,5	0,1	- 3,0	- 1,3	6,3	9,0	8,2
Kanada	2,6	2,4	0,8	1,4	2,0	1,2	2,0
Asien	31,6	5,0	4,8	4,7	2,4	1,6	1,8
China	15,2	7,3	6,8	6,5	2,0	1,7	2,0
Japan	6,8	- 0,1	0,7	0,8	2,7	0,7	0,3
asiatische Industrieländer ⁶	3,7	3,3	2,2	2,8	1,6	0,5	1,8
Indien	3,0	7,1	7,2	7,1	6,6	5,7	6,0
südostasiatische Schwellenländer ⁷	2,8	4,5	4,5	4,6	4,5	3,5	4,2
Insgesamt	100	2,8	2,6	2,6	2,5	2,2	3,0
Industrieländer ⁸	67,6	1,8	1,9	1,9	1,3	0,2	1,3
Schwellenländer ⁹	32,4	4,9	3,9	4,1	5,0	6,2	6,5
nachrichtlich:							
exportgewichtet ¹⁰	100	2,1	2,2	2,2	.	.	.
nach dem Messkonzept des IWF ¹¹	100	3,4	3,2	3,3	.	.	.
Welthandel ¹²		3,2	1,5	3,1	.	.	.

1 – Anteil am nominalen Bruttoinlandsprodukt des Jahres 2014 in US-Dollar aller aufgeführten Länder beziehungsweise Ländergruppen an dem nominalen Bruttoinlandsprodukt insgesamt. 2 – Prognose des Sachverständigenrates. 3 – Bulgarien, Kroatien, Polen, Rumänien, Tschechische Republik und Ungarn. 4 – Dänemark, Norwegen, Schweden und Schweiz. 5 – Argentinien, Chile, Kolumbien, Mexiko und Venezuela. 6 – Hongkong, Republik Korea, Singapur und Taiwan. 7 – Indonesien, Malaysia, Philippinen und Thailand. 8 – Asiatische Industrieländer, Euro-Raum, Mittel- und Osteuropa, Dänemark, Japan, Kanada, Norwegen, Schweden, Schweiz, Vereinigtes Königreich und Vereinigte Staaten. 9 – Lateinamerika, südostasiatische Schwellenländer, Brasilien, China, Indien, Russland und Türkei. 10 – Summe der aufgeführten Länder. Gewichtet mit den Anteilen an der deutschen Ausfuhr im Jahr 2014. 11 – Gewichte nach Kaufkraftparitäten und hochgerechnet auf den Länderkreis des IWF. 12 – Nach dem Messkonzept der OECD. a – Nachrichtlich ohne Venezuela: 2014: 7,4 %; 2015: 6,2 %; 2016: 7,5 %.

Quellen: Eurostat, IWF World Economic Outlook, nationale Statistikämter, OECD

SVR-15-338

Daten zur Tabelle

rücksichtigt, dass die Elastizität des Welthandels in Bezug auf eine Ausweitung der Weltproduktion nicht mehr stabil ist (JG 2014 Ziffer 101). Seit der Jahrtausendwende ist sie rückläufig, wobei sich der Rückgang nach der Finanzkrise noch einmal verstärkt hat (Gern et al., 2014).

127. Der jüngste Rückgang der Elastizität kann zum Teil auf **konjunkturelle Faktoren** zurückgeführt werden. So werden Nachwirkungen der Finanzkrise, beispielsweise die schwache Konjunktur im Euro-Raum (Deutsche Bundesbank, 2013), als Einflussfaktoren genannt. Zusätzlich dürften **strukturelle Faktoren** einen Beitrag zu dem schon länger andauernden Rückgang geliefert haben. Die geringere Elastizität des Handels in den vergangenen Jahren könnte eine **Normalisierung** darstellen, wenn die hohe Elastizität in den 1990er-Jahren vor allem auf Einmaleffekte wie die Einbindung von Schwellenländern in den Welthandel oder die Aufnahme Chinas in die Welthandelsorganisation (WTO) zurückging. Zudem wird die Liberalisierung des Welthandels nicht mehr in dem Maße vorangetrieben wie in den 1990er-Jahren. Stattdessen gibt es Hinweise auf eine Zunahme des Protektionismus nach der Krise (beispielsweise Zwick, 2013; Boz et al., 2014; EZB, 2015). Während es Anfang Oktober 2015 zum Abschluss eines Freihandelsabkommens im pazifischen Raum kam, ist der Widerstand gegen das Freihandelsabkommen TTIP im atlantischen Raum insbesondere in Deutschland, dessen Wirtschaft in großem Maße vom Welthandel abhängt, überraschend stark. [↪ ZIFFERN 72 FF.](#)

128. Eine weitere Ursache könnte in der Entwicklung der **globalen Wertschöpfungsketten** liegen. In den 1990er-Jahren wurden diese stark ausgebaut, was durch Ex- und Importe von Zwischenprodukten den Welthandel (aber nicht das auf Wertschöpfungsbasis gemessene Bruttoinlandsprodukt) erhöht hat. Durch diese Zunahme der globalen Wertschöpfungsketten ist der Welthandel aber sensibler gegenüber Nachfrageschocks geworden, da Nachfrageeinbrüche für ein Endprodukt zugleich die Nachfrage nach Zwischenprodukten belasten. Da Daten für Wertschöpfungsketten allerdings nur mit großer Verzögerung zur Verfügung stehen, ist unklar, ob und wann genau die globale Ausdifferenzierung von Wertschöpfungsketten zum Erliegen gekommen ist.

Laut EZB (2015) gibt es Hinweise, dass das Wachstum globaler Wertschöpfungsketten infolge der Krise stagnierte und durch das Erdbeben in Japan im Jahr 2011 einen weiteren Dämpfer erhalten haben könnte. Der IWF (2015a) spricht hingegen von einer Verlangsamung des Ausbaus globaler Wertschöpfungsketten in den 2000er-Jahren und bringt dies in Verbindung mit der Zunahme inländischer Wertschöpfung in China.

Chancen und Risiken

129. Der Ausblick für die Weltwirtschaft unterliegt wesentlichen Risiken. Dazu gehören insbesondere die Reaktion der Realwirtschaft und der Finanzmärkte auf die anstehende Zinswende in den Vereinigten Staaten sowie das Ausmaß der Abkühlung des Wachstums in China. Die Entwicklung im Euro-Raum bietet Risiken wie Chancen.

130. Die **Geldpolitik der Vereinigten Staaten** ist aufgrund der wiederholten Verzögerung des Ausstiegs aus der langen Nullzinsphase schwerer vorhersehbar. [↘ ZIFFER 142](#) Hierdurch trägt die Notenbank zusätzliche Unsicherheit in die Wirtschaft hinein. Neben dem Zeitpunkt des ersten Zinsschritts besteht Ungewissheit über den Gradienten des zukünftigen Zinspfads. Das konjunkturelle Risiko resultiert weniger aus dem Zeitpunkt der Zinswende als aus dem Tempo der geldpolitischen Straffung. Eine zügige Anhebung der Zinsen könnte bei den vorherrschenden Markterwartungen und der größeren Unsicherheit negative Effekte auf die US-amerikanische Konjunkturerholung haben. Ein zu lange verzögerter Ausstieg aus der Niedrigzinspolitik kann hingegen zu Verwerfungen auf den Finanzmärkten führen.
131. Selbst wenn sich die Finanzmarktakteure seit geraumer Zeit auf die Zinswende einstellen konnten, ist aufgrund der größeren Unsicherheit darüber hinaus unklar, wie groß das Ausmaß auf die **Finanzmarktvolatilität** sein wird. Da die Fed das Mandat hat, die makroökonomische Stabilität der Vereinigten Staaten sicherzustellen, bezieht sie die Nebenwirkungen auf andere Länder nicht explizit in ihre Zinsentscheidungen ein. Die Erfahrung mit der erwarteten Reduktion der Anleihekäufe im Sommer 2013 zeigt, dass die internationalen Finanzmärkte abrupt auf unerwartete Politikänderungen reagieren können.
- Mögliche Wirkungen sind Wechselkursverschiebungen in Verbindung mit hohen Kapitalabflüssen aus den Schwellenländern, insbesondere die Abwertung von Währungen in Ländern mit hoher Auslandsverschuldung oder hohem Leistungsbilanzdefizit, eine Erhöhung der langfristigen Zinsen sowie eine Spreizung von Risikoprämien. Der Rückgang der Handelsliquidität auf einigen Finanzmärkten kann dabei die Volatilität verstärken. [↘ ZIFFERN 397 FF.](#)
132. Der chinesischen Regierung ist es in der Vergangenheit durch wirtschaftspolitische Maßnahmen gelungen, die realwirtschaftlichen Auswirkungen von Krisen einzudämmen. Es besteht jedoch die Gefahr, dass dies zukünftig nicht immer gelingen wird. In **China** bergen die Überkapazitäten im Immobiliensektor und die hohe gesamtwirtschaftliche Verschuldung nach wie vor große Risiken für die zukünftige Wirtschaftsentwicklung.
133. Im Vergleich zu früheren Jahren ist im **Euro-Raum** die Gefahr eines Wiederaufflammens der Krise spürbar gesunken, unter anderem da die EZB mit ihrer Geldpolitik die Risikoprämien im gesamten Euro-Raum massiv gesenkt hat. Jedoch erwachsen aus der momentanen Ausrichtung der Geldpolitik mittelfristige Gefahren für die Finanzstabilität. [↘ ZIFFERN 401 FF.](#) Eine Chance bestünde darin, dass die Euro-Mitgliedstaaten die vorübergehende konjunkturelle Erholung nutzen, um zügig und entschlossen Reformmaßnahmen durchzuführen. [↘ ZIFFERN 333 FF.](#)
134. Die Prognose des Sachverständigenrates basiert zudem auf verschiedenen allgemeinen **Annahmen**, deren Verletzung nicht quantitativ abschätzbare Auswirkungen auf die Prognose haben würde. So wird beispielsweise angenommen, dass es zu keinem EU-Austritt des Vereinigten Königreichs kommt und die militärischen Konflikte, etwa in der Ostukraine, nicht eskalieren.

II. KONJUNKTUR AUSSERHALB DES EURO-RAUMS

1. Vereinigte Staaten: Geldpolitik verunsichert

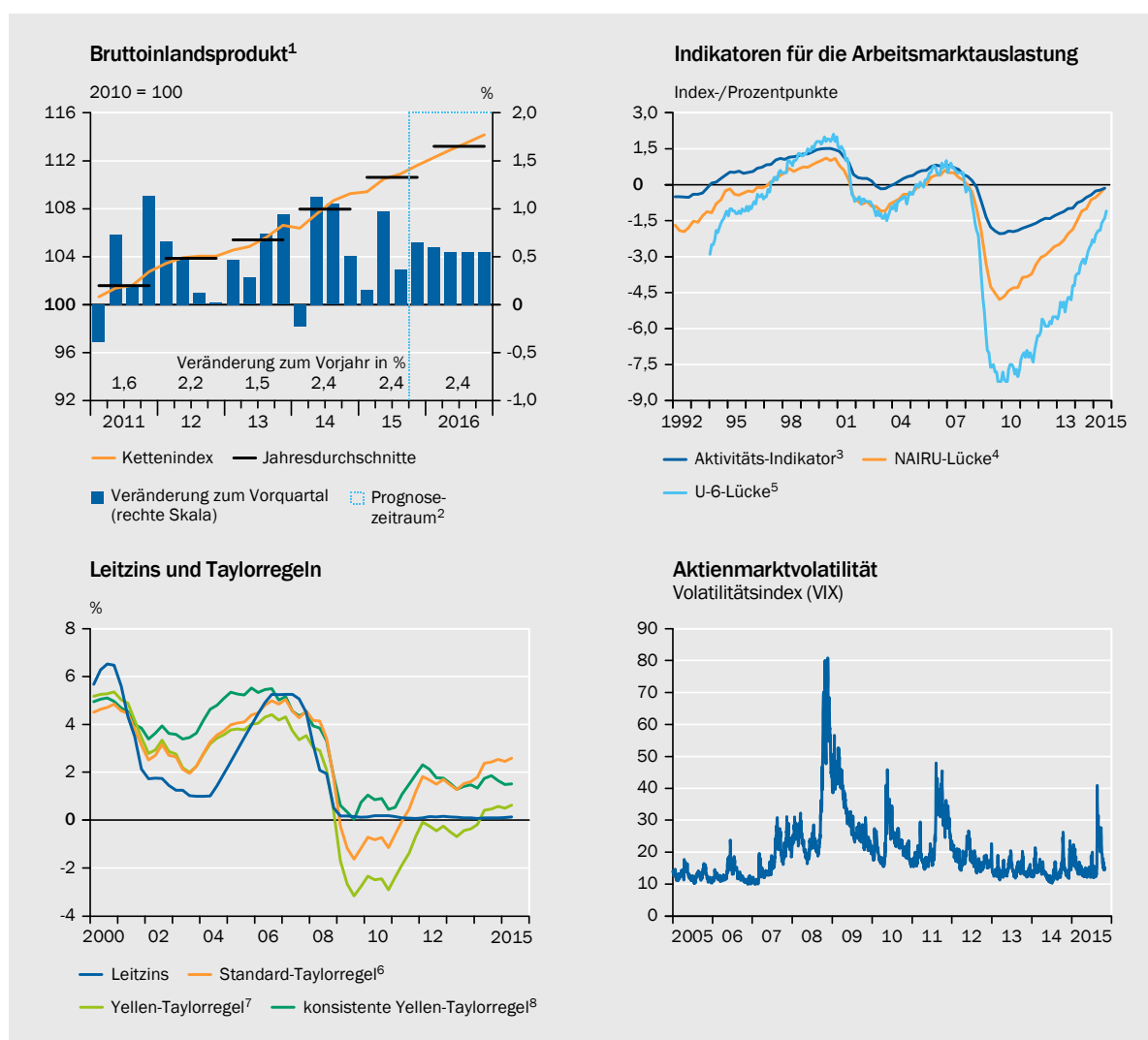
135. Der **konjunkturelle Aufschwung** der Vereinigten Staaten ist trotz starker Aufwertung des US-Dollar und Turbulenzen auf den Finanzmärkten im Sommer robust. Über den bisherigen Jahresverlauf ist das Bruttoinlandsprodukt durchschnittlich um 0,5 % gegenüber dem Vorquartal gewachsen. Zum Jahresbeginn haben zwar verschiedene **temporäre Faktoren** – wie der strenge Winter und der Streik der Hafentarbeiter an der Westküste – zu Produktionseinschränkungen geführt. Jedoch wurde ein Teil der Produktion im zweiten Quartal nachgeholt. [↘ ABBILDUNG 15 OBEN LINKS](#)
136. Der **stark gefallene Ölpreis** hat die US-amerikanische Wirtschaft auf unterschiedliche Weise beeinflusst. So hatte der Ölpreissrückgang einen negativen Effekt auf die Investitionen der in den Vorjahren stark boomenden Gas- und Ölindustrie. Der Internationale Währungsfonds (IWF, 2015b) beziffert den daraus resultierenden negativen Wachstumsbeitrag in diesem Jahr auf 0,3 Prozentpunkte. Dem gegenübersteht ein positiver Wachstumsbeitrag von 0,6 Prozentpunkten aufgrund der höheren Konsumausgaben der privaten Haushalte infolge der gestiegenen verfügbaren Einkommen.
137. Das dominierende Konjunkturthema in den Vereinigten Staaten ist die **geldpolitische Ausrichtung** der Fed. Es sprechen mehrere Gründe dafür, dass das aktuelle Zinsniveau nahe Null sehr expansiv ist. So dürfte die Produktionslücke inzwischen nahezu geschlossen sein. Der Auslastungsgrad der Produktionsfaktoren lässt sich gut am Arbeitsmarkt erkennen. Die Arbeitslosenquote lag im September 2015 bei 5,1 % und damit nahezu auf dem Niveau der gleichgewichtigen Arbeitslosenquote (NAIRU; CBO, 2015). Ein ähnliches Bild ergibt sich für den Aktivitätsindikator der Federal Reserve Bank of Kansas City, der auf 24 Arbeitsmarktvariablen basiert und den Grad der Unterauslastung reflektieren soll. [↘ ABBILDUNG 15 OBEN RECHTS](#) Ferner steigt die Anzahl der Beschäftigten seit Jahresbeginn im Trend um rund 200 000 Personen pro Monat.
138. Dass der Arbeitsmarkt **noch leicht unterausgelastet** ist, zeigen die Partizipationsquote, die etwa einen Prozentpunkt unter ihrem Potenzialniveau liegt (CBO, 2015), und der weiterhin hohe Anteil unfreiwillig Teilzeitbeschäftigter an den Erwerbspersonen, der sich im Indikator U-6 widerspiegelt. [↘ ABBILDUNG 15 OBEN RECHTS](#) Beides dürfte dazu beitragen, dass die Lohnentwicklung mit gut 2 % bisher moderat ausgefallen ist. Die Kerninflationsrate befand sich mit 1,3 % im September 2015 ebenfalls auf einem niedrigen Niveau.
139. Angesichts der leichten Unterauslastung der US-amerikanischen Wirtschaft ist die Geldpolitik der Fed als extrem expansiv zu bezeichnen. Zwar begründet die Vorsitzende des Federal Reserve Board, Janet Yellen, das aktuelle Zinsniveau anhand einer Taylor-Regel (Yellen, 2015). Allerdings erscheinen die Annahmen hinsichtlich der mittelfristigen Gleichgewichtszinsen und der Output-Lücke als

inkonsistent. [ZIFFER 324](#) Behebt man diese Inkonsistenz in der verwendeten Zinsgleichung, müsste das Zinsniveau bei 1,5 % liegen. [ABBILDUNG 15 UNTEN LINKS](#)

Ein etwas höherer Wert folgt aus der ursprünglichen Taylor-Regel. Es sprechen somit mehrere Gründe dafür, dass ein höheres Zinsniveau angebracht wäre. Der Sachverständigenrat erwartet daher, dass in den kommenden Monaten ein **Ausstieg aus der Nullzins-Politik** erfolgt. Zumindest in den Vereinigten Staaten wäre dies ein Zeichen, dass die Finanzkrise, die ihren Höhepunkt zum Jahreswechsel 2008/09 hatte, überwunden ist.

- 140. Das lange Verharren der Fed beim Nullzins wird als eine **optimale Strategie** interpretiert, um eine Liquiditätsfalle mit selbstverstärkender Deflation und Re-

[ABBILDUNG 15](#)
Konjunkturindikatoren für die Vereinigten Staaten



1 – Reale Werte, saison- und kalenderbereinigt. 2 – Prognose des Sachverständigenrates. 3 – Labor Market Conditions Indicator (LMCI - Level of Activity) der Federal Reserve Bank of Kansas City. Abweichungen vom langfristigen Durchschnitt. 4 – Strukturelle Arbeitslosenquote (NAIRU) abzüglich der Arbeitslosenquote; Quelle: CBO. 5 – Durchschnitt der Arbeitslosenquote U-6 (Arbeitslose zuzüglich Personen, die theoretisch dem Arbeitsmarkt zur Verfügung stehen, und Teilzeitbeschäftigten, die eine Vollzeitstelle suchen, in Relation zu den zivilen Erwerbspersonen zuzüglich den Personen, die theoretisch dem Arbeitsmarkt zur Verfügung stehen). 6 – Gleichung: $i = 2 + \pi + 0,5(\pi - \pi^*) + 0,5(q - q^*)$. π bezeichnet die laufende Inflationsrate und π^* beschreibt das Inflationsziel der Notenbank. Der Term $q - q^*$ bezeichnet die Output-Lücke auf Basis von Okuns Gesetz. Berechnung siehe Yellen (2015). 7 – Gleichung: $i = r + \pi + 0,5(\pi - \pi^*) + 0,5(q - q^*)$. r ist der mittelfristige Gleichgewichtszins auf Basis der Laubach-Williams-Methode (siehe Ziffern 323 ff.). π bezeichnet die laufende Inflationsrate und π^* beschreibt das Inflationsziel der Notenbank. Der Term $q - q^*$ bezeichnet die Output-Lücke auf Basis von Okuns Gesetz. Berechnung siehe Yellen (2015). 8 – Gleichung: $i = r + \pi + 0,5(\pi - \pi^*) + 0,5(q - q^*)$. r ist der mittelfristige Gleichgewichtszins und der Term $q - q^*$ bezeichnet die Output-Lücke, jeweils auf Basis der Laubach-Williams-Methode (siehe Ziffern 323 ff.). π bezeichnet die laufende Inflationsrate und π^* beschreibt das Inflationsziel der Notenbank.

Quellen: BEA, BLS, CBO, CBOE, Fed

Daten zur Abbildung

SVR-15-362

zession zu vermeiden (Bernanke, 2002; Williams, 2014; JG 2014 Ziffer 265). In den vergangenen beiden Jahren führte die Fed-Vorsitzende Janet Yellen zudem die wenig zufriedenstellende Entwicklung verschiedener Arbeitsmarktindikatoren an. Zuletzt verwies sie auf die bremsende Wirkung der Aufwertung des US-Dollar und die Auswirkungen negativer Entwicklungen in China auf die Vereinigten Staaten. Die starke Aufwertung im Laufe des vergangenen Jahres dürfte trotz der geringen Exportquote der Vereinigten Staaten bereits einen spürbar dämpfenden Effekt auf die Wirtschaft haben. So ging die reale effektive Aufwertung des US-Dollar von knapp 15 % seit dem zweiten Quartal 2014 mit einem Rückgang der realen Nettoexporte in Relation zum Bruttoinlandsprodukt von etwa 0,5 Prozentpunkten einher. Für das Jahr 2016 ist mit negativen verzögerten Wirkungen zu rechnen.

141. Die jüngsten Entwicklungen in China haben zu einer **starken Verunsicherung** auf den **US-amerikanischen Finanzmärkten** beigetragen. Die Finanzmarktvolatilität, gemessen durch den Volatilitätsindex VIX, hat insbesondere im August dieses Jahres stark zugenommen und Höchststände wie zuletzt während der Euro-Krise erreicht, als Zweifel an der Integrität des europäischen Währungsraums aufkamen. [↘ ABBILDUNG 15 UNTEN RECHTS](#) Ein Anstieg der Finanzmarktvolatilität kann sich unter anderem über höhere Risikoprämien negativ auf die inländische Kreditvergabe auswirken.
142. Die **expansive Geldpolitik** der Fed birgt allerdings Gefahren. So könnten ein deutlich steilerer Zinspfad und damit eine unerwartet striktere Geldpolitik nötig werden, wenn die Inflation anzieht und wesentlich über das Ziel der Fed hinauschießt. Der von den Mitgliedern des Federal Open Market Committee (FOMC) erwartete Zinspfad liegt seit Längerem über den Erwartungen des Marktes (CBO, 2015). Die Diskrepanz zwischen Markterwartungen und Prognosen der FOMC-Mitglieder ist dem zögerlichen Vorgehen der Fed geschuldet, die mit ihrem Verhalten Unsicherheit bezüglich einer Zinserhöhung und des zu erwartenden Zinspfads erzeugt hat.
143. Im Gegensatz zur Geldpolitik werden von der **Fiskalpolitik** keine weiteren Impulse erwartet. Das Congressional Budget Office (CBO) schätzt, dass der Staatskonsum in den Jahren 2015 und 2016 nur 0,1 Prozentpunkte zum Wachstum des Bruttoinlandsprodukts beitragen wird (CBO, 2015). Hinsichtlich des Defizits des Gesamtstaats erwartet die OECD (2015) bis zum Jahr 2016 einen Rückgang auf 3,6 % in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.
144. Der Sachverständigenrat erwartet, dass das Bruttoinlandsprodukt der Vereinigten Staaten in den Jahren 2015 und 2016 jeweils um 2,4 % wachsen wird. Im Jahr 2016 ist aufgrund der höheren Zinsen und des starken US-Dollar, der sich dämpfend auf die Exportentwicklung auswirkt, keine Beschleunigung zu erwarten. Damit dürften die Wachstumsraten bei einer sich langsam schließenden Produktionslücke leicht über dem Potenzialwachstum von derzeit 2 % liegen.

2. China: Keine harte Landung erwartet

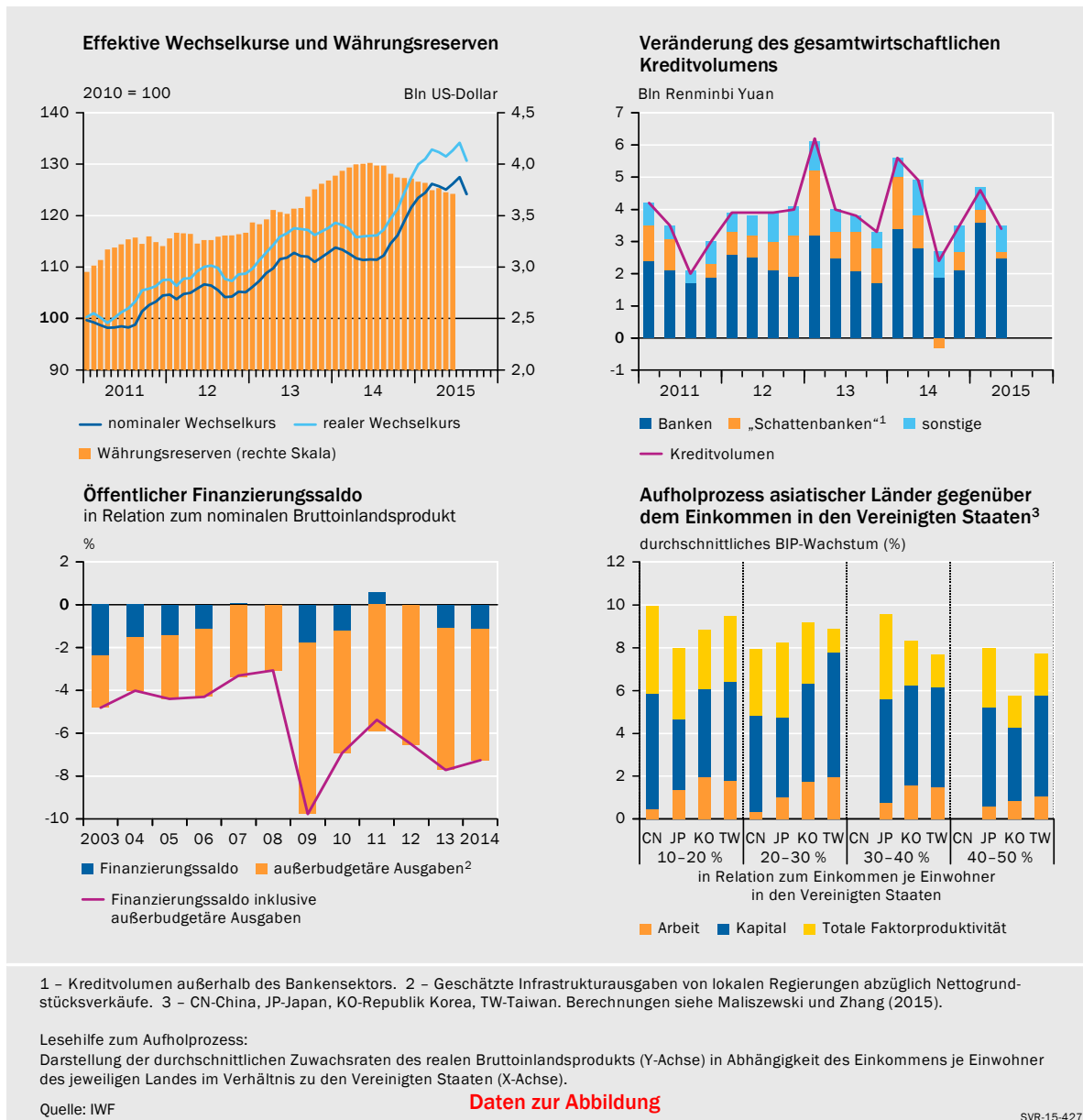
145. Das chinesische Wirtschaftswachstum hat sich im bisherigen Jahresverlauf weiter abgeschwächt. Nach einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts von 7,3 % im Jahr 2014 ist die Expansionsrate im ersten Halbjahr 2015 auf 6,9 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum zurückgegangen. Hierbei lieferte der **Konsum** einen Wachstumsbeitrag von 4,3 Prozentpunkten, während die Investitionen lediglich 1,9 Prozentpunkte beitrugen. Im Vergleich zu früheren Jahren hat die Bedeutung der Investitionen damit merklich abgenommen.
146. Große Aufmerksamkeit fanden im Sommer dieses Jahres die **Kurseinbrüche an den chinesischen Börsen**. Im Wesentlichen handelte es sich dabei um eine scharfe Korrektur nach den erheblichen Kursgewinnen seit der Jahresmitte 2014. Die Regierung versuchte mit einer Reihe von Maßnahmen, die Aktienmärkte zu stabilisieren. Die Kombination von Kurseinbrüchen und staatlichen Interventionen sorgte jedoch für eine hohe Verunsicherung auf den internationalen Finanzmärkten bezüglich der gesamtwirtschaftlichen Lage in China.
147. Die Finanzmarkturbulenzen haben Befürchtungen genährt, dass die **offiziellen Zahlen** des chinesischen Statistikamts das aktuelle Expansionstempo der Wirtschaft überzeichnen (Gern und Hauber, 2015). In der Tat wirken die Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts mit Blick auf den starken Außenhandels-einbruch im ersten Quartal 2015 erstaunlich stabil. Der Sachverständigenrat geht davon aus, dass die offiziellen Zahlen im Trend die Wachstumsdynamik relativ verlässlich ausweisen. Unter Berücksichtigung des nach wie vor bestehenden wirtschaftlichen Aufholbedarfs erscheinen die hohen Zuwachsraten Chinas nicht unplausibel.
148. Zum konjunkturellen Abschwung hat zum einen die **Abkühlung auf dem Immobilienmarkt** beigetragen. Zum anderen haben sich die gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsbedingungen verschlechtert, nachdem die Regierung Maßnahmen einleitete, um die Expansion des Schattenbankensystems einzugrenzen. ↘ **ABBILDUNG 16 OBEN RECHTS** Dies war nötig geworden, da die gesamtwirtschaftliche Verschuldung nach dem Jahr 2009 rasant angestiegen war und im Jahr 2014 nahezu 200 % des nominalen Bruttoinlandsprodukts ausgemacht hatte.
149. Ferner hatte die kräftige effektive **Aufwertung des Renminbi** spürbar negative Auswirkungen auf die Außenwirtschaft. Im Unterschied zu den vorangegangenen Aufwertungen dürfte es sich dabei nicht um eine weitere Normalisierung in Richtung des gleichgewichtigen Wechselkurses handeln. Die Entwicklung der Devisenreserven deutet eher darauf hin, dass die Aufwertung zwischen Sommer 2014 und Frühjahr 2015 eine Folge der starken Bindung des Renminbi an den US-Dollar war. ↘ **ZIFFER 110** In den Jahren 2005 bis 2014 hatte die chinesische Notenbank parallel zur realen effektiven Aufwertung des Renminbi um durchschnittlich rund 4 % pro Jahr noch enorme Devisenreserven aufgebaut. Zwischen Sommer 2014 und September 2015 hingegen führte sie ihre Devisenreserven im Zuge der jüngsten Aufwertung zurück. ↘ **ABBILDUNG 16 OBEN LINKS** Letzteres deutet auf Interventionen zur Stützung des Renminbi seit Sommer 2014 hin.

Vor diesem Hintergrund sollte die Entscheidung der chinesischen Zentralbank Mitte August 2015, den Renminbi binnen weniger Tage um etwa 3 % gegenüber dem US-Dollar abzuwerten, nicht als aggressive Handlung missverstanden werden, sondern als Reaktion auf den Abwertungsdruck der Devisenmärkte. Die Abwertung wäre bei einem flexiblen Wechselkurs wahrscheinlich sogar stärker ausgefallen.

Die chinesische Zentralbank versucht, die Wirtschaft zusätzlich durch ein schrittweises Absenken der Mindestreserveanforderungen sowie der Leitzinsen zu stimulieren. So wurde der Basiszins von 6,0 % im Oktober 2014 auf zuletzt 4,6 % gesenkt. Die **Lockerung der Geldpolitik** kann zudem durch die schwache Entwicklung der Verbraucherpreisinflation erklärt werden, die im bisherigen Jahresverlauf deutlich unter 2 % lag.

- 150. Die chinesische Konjunktur wird weiterhin durch **hohe Staatsausgaben** gestützt, die nicht offiziell im Staatsdefizit ausgewiesen werden (JG 2014 Ziffer 115,

ABBILDUNG 16
Konjunkturindikatoren für China

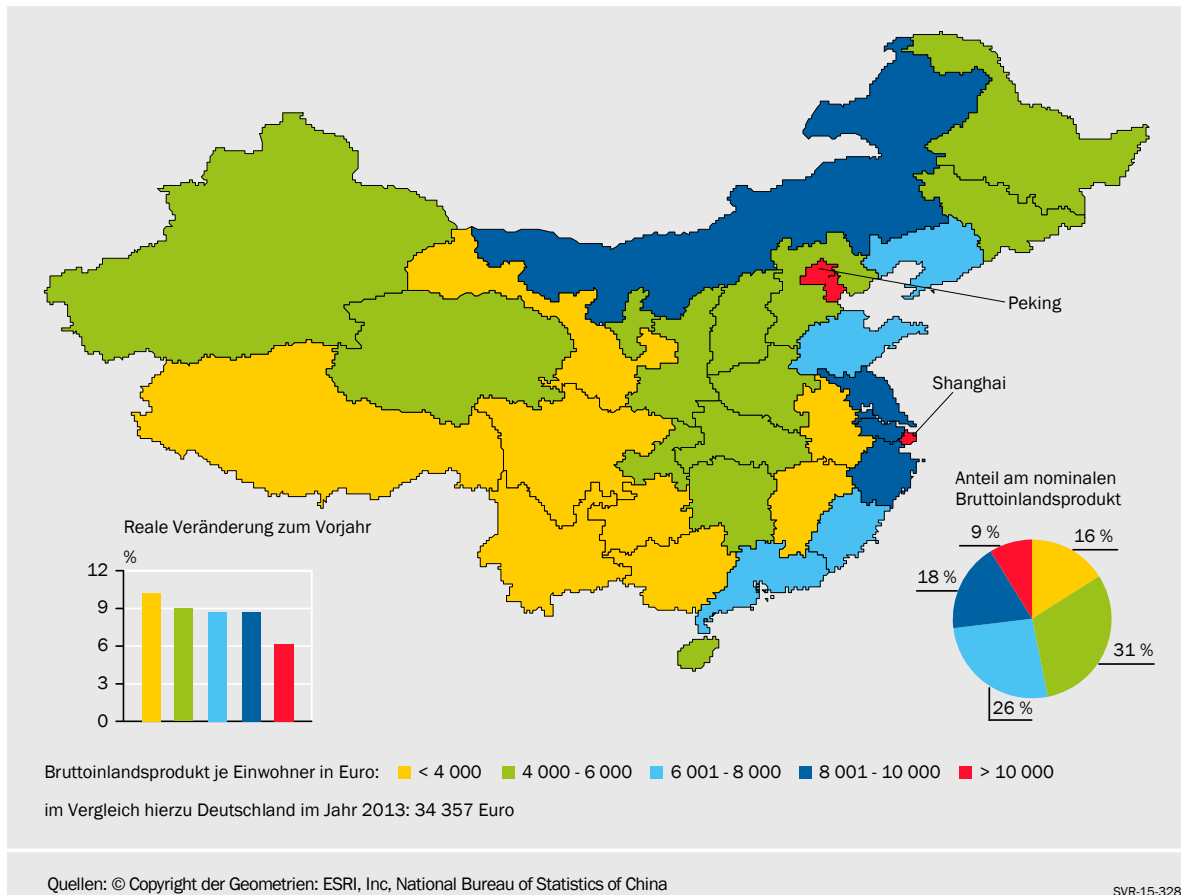


Zhang und Barnett, 2014). Unter Berücksichtigung dieser außerbudgetären Ausgaben ergeben sich seit dem Jahr 2009 öffentliche Finanzierungsdefizite von durchschnittlich mehr als 7 % des nominalen Bruttoinlandsprodukts. [↘ ABBILDUNG 16 UNTEN LINKS](#) Für die Jahre 2015 und 2016 dürfte sich hieran nichts ändern. Insgesamt haben die Geld- und Fiskalpolitik noch genügend Spielraum, um bei einer weiteren Abschwächung der Konjunktur stützend einzugreifen. Jedoch würde dies den notwendigen Korrekturen auf dem Immobilienmarkt und der Begrenzung des gesamtwirtschaftlichen Kreditvolumens entgegenlaufen.

151. Der Wachstumsrückgang in China geht neben den konjunkturellen Faktoren auf eine **Abschwächung des Potenzialwachstums** zurück. Hierzu dürfte gemäß der Analyse der Deutschen Bundesbank (2015) beitragen, dass ein Großteil der Produktivitätsgewinne, die durch die Wanderung der Arbeitskräfte aus der Agrarwirtschaft in die industriellen Großstädte erzielt werden können, bereits realisiert wurde. Zudem scheinen die positiven Effekte früherer Strukturreformen, wie etwa die Effekte der Handelsöffnung und die Privatisierung von Staatsbetrieben, auszulaufen. Außerdem ist zu beobachten, dass der Zustrom an ausländischen Direktinvestitionen und der damit verbundene Technologietransfer in das Verarbeitende Gewerbe inzwischen merklich nachgelassen haben, woran etwa die gestiegenen Lohnkosten einen Anteil haben dürften.
152. Das chinesische Trendwachstum wird in den kommenden Jahren trotz dieser Entwicklungen immer noch erheblich höher ausfallen als in den Industrieländern. So weist China beispielsweise im Vergleich zu den großen Industrieländern immer noch ein **sehr niedriges materielles Wohlstandsniveau** auf. Im Jahr 2014 betrug das nominale Bruttoinlandsprodukt je Einwohner, gemessen in US-Dollar, lediglich 16 % des deutschen Werts. Werden Kaufkraftunterschiede mitberücksichtigt, steigt das Niveau auf etwa 29 % an. Selbst im Vergleich zu den asiatischen Ländern Taiwan und der Republik Korea ist der Rückstand beträchtlich. Es zeigt sich zudem, dass der materielle Wohlstand sehr heterogen über das Land verteilt ist. [↘ ABBILDUNG 17](#) Die meisten Regionen in Ost- und Mittelchina weisen ein wesentlich geringeres Bruttoinlandsprodukt je Einwohner auf als etwa Shanghai und Peking. Historische Vergleiche der Konvergenzprozesse in den asiatischen Ländern (Maliszewski und Zhang, 2015) lassen darauf schließen, dass unter der Annahme geeigneter wirtschaftspolitischer Rahmenbedingungen in den kommenden Jahren weiterhin mit hohen Zuwachsraten der chinesischen Wirtschaft zu rechnen sein wird. [↘ ABBILDUNG 16 UNTEN RECHTS](#)
153. Der Sachverständigenrat geht davon aus, dass der **Konjunkturabschwung** im kommenden Jahr anhalten und die chinesische Wirtschaft unterhalb ihres Wachstumspotenzials expandieren wird. Mit einem Einbruch des Wirtschaftswachstums ist nicht zu rechnen, da in großen Teilen des Landes noch ein erheblicher Nachholbedarf besteht und die steigenden verfügbaren Einkommen zu einer deutlichen Ausweitung der Konsumausgaben führen. Zudem verfügt die Regierung über einen ausreichenden fiskalischen Spielraum, um einem stärkeren Abschwung zu begegnen. Alles in allem wird die Wirtschaftsleistung in diesem und im kommenden Jahr wohl um 6,8 % beziehungsweise 6,5 % ansteigen.

▾ **ABBILDUNG 17**

Bruttoinlandsprodukt je Einwohner in den chinesischen Provinzen im Jahr 2013



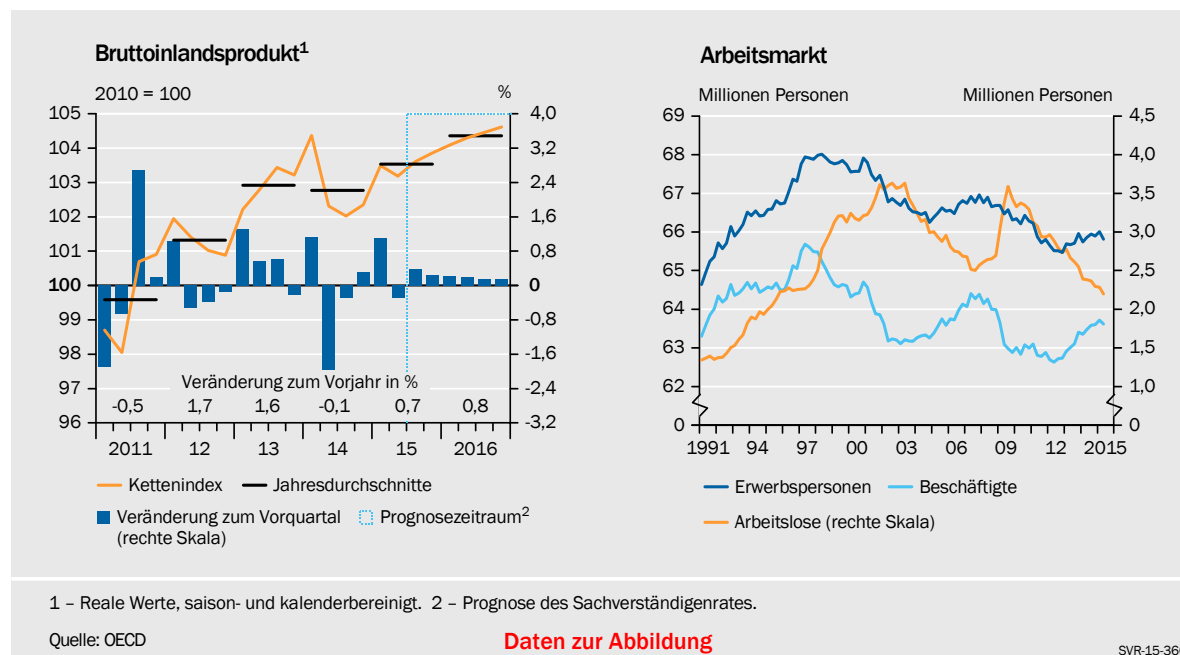
Daten zur Abbildung

3. Japan: Demografie dämpft Potenzialwachstum

- 154.** Die Wirtschaftsentwicklung in Japan wird nach wie vor stark durch die Geld- und Fiskalpolitik getrieben. Trotz eines Anstiegs des Bruttoinlandsprodukts im ersten Halbjahr 2015 von annualisiert 2,3 % im Vergleich zum Vorhalbjahr ist ein **selbsttragender Aufschwung weiterhin nicht zu erkennen**. ▾ **ABBILDUNG 18 LINKS** Vielmehr zeigen sich immer stärker die Grenzen von „Abenomics“. Mit dieser wirtschaftspolitischen Strategie versucht die japanische Regierung seit Anfang des Jahres 2013, die Wachstumsschwäche und die Deflation dauerhaft zu überwinden. Dabei setzt sie vor allem auf konjunkturpolitische Maßnahmen, während die Zentralbank parallel dazu eine enorme quantitative Lockerung betreibt. Indes sind Strukturreformen, die als drittes Kernelement der Abenomics-Strategie darauf hinwirken sollten, das Potenzialwachstum zu stärken, mit Ausnahme einer Senkung der Körperschaftsteuer nicht durchgeführt worden.
- 155.** Der **private Verbrauch** hat den Nachfrageeinbruch infolge der Mehrwertsteuererhöhung zur Jahresmitte 2014 bislang nicht aufholen können. So befanden sich die Konsumausgaben der privaten Haushalte nach dem zweiten Quartal 2015 noch immer gut 4,7 % unterhalb des Niveaus vom Jahresbeginn 2014. Insgesamt dürften sie im Jahr 2015 keinen Wachstumsbeitrag zur Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts leisten.

ABBILDUNG 18

Konjunkturindikatoren für Japan



156. Dass die japanische Produktion in diesem Jahr nicht erneut sinkt, liegt im Wesentlichen an zwei Faktoren: Zum einen werden die **Staatsausgaben** wieder deutlich ausgeweitet. Zwar geht das Staatsdefizit gemäß den Schätzungen des IWF im laufenden Jahr von 7,3 % auf rund 6 % des Bruttoinlandsprodukts zurück, jedoch rückt damit das ursprüngliche Konsolidierungsziel, im Jahr 2020 einen positiven Primärsaldo zu erzielen, in weite Ferne. Es ist damit zu rechnen, dass der öffentliche Schuldenstand im Jahr 2016 nahezu 250 % des Bruttoinlandsprodukts betragen wird.
157. Zum anderen liefert der **Außenbeitrag** positive Impulse. Zwar ist im Zuge des Konjunkturabschwungs der chinesischen Wirtschaft und der damit einhergehenden wirtschaftlichen Abschwächung in anderen asiatischen Ländern die Nachfrage nach japanischen Exporten gefallen. Jedoch wird dies durch eine moderate Importentwicklung kompensiert, die im Wesentlichen aus der schwachen Binnennachfrage und der durch die mäßige Ausfuhrentwicklung induzierten geringeren Einfuhr an Vorleistungsgütern resultiert. Gestützt wird die außenwirtschaftliche Entwicklung weiterhin durch die kräftige Währungsabwertung infolge der stark expansiven Geldpolitik der BoJ. Seit Oktober 2014 hat der Yen gegenüber dem US-Dollar bilateral erneut um mehr als 10 % nachgegeben. Seit Januar 2012 beträgt die reale effektive Abwertung rund 30 %.
158. Trotz des hohen Expansionsgrads der japanischen Geldpolitik verfehlt die BoJ ihr **Inflationsziel** von mittelfristig 2 % deutlich. Der auffällige Anstieg der Inflation im Jahr 2014 war im Wesentlichen der Mehrwertsteuererhöhung geschuldet. Nach dem Abklingen der Effekte dieser Steuererhöhung stagnierte das Preisniveau. Aus der Lohnentwicklung ergeben sich kaum Impulse für Preiserhöhungen. Es ist daher davon auszugehen, dass die BoJ ihre stark expansive Grundausrichtung beibehalten wird. Es ist zudem nicht unwahrscheinlich, dass

sie im Prognosezeitraum ihre ohnehin schon hohen monatlichen Wertpapierankäufe aufstockt.

159. Der **demografische Wandel** wirkt stark dämpfend auf das Produktionspotenzial. Die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter hat sich in den Jahren 2012 und 2013 jeweils um mehr als eine Million Personen verringert und wird zukünftig weiter schrumpfen. Die Beschäftigungsentwicklung ist vor diesem Hintergrund zu sehen. [↘ ABBILDUNG 18 RECHTS](#) Zwar sank die Arbeitslosenquote in den vergangenen Jahren im Trend und lag im September 2015 bei 3,4 %, jedoch kann dies den strukturellen Rückgang des Erwerbspersonenpotenzials nur dämpfen. Es ist davon auszugehen, dass der demografische Wandel mit einem Rückgang der strukturellen Arbeitslosenquote (NAIRU) einhergeht. Dies dürfte mit dazu beitragen, dass die Effektivlöhne nur mäßig ansteigen.
160. Zugleich deutet dies darauf hin, dass die **Produktionskapazitäten** der japanischen Wirtschaft noch leicht unterausgelastet sind. Die japanische Wirtschaft wird sich zwar im kommenden Jahr in Richtung Überauslastung bewegen, jedoch weist das Potenzialwachstum lediglich eine Rate von etwa 0,6 % auf, sodass nicht mit deutlichen Produktionszuwächsen zu rechnen ist. Das Bruttoinlandsprodukt dürfte im Jahr 2016 mit 0,8 % wachsen, nach 0,7 % im Jahr 2015.

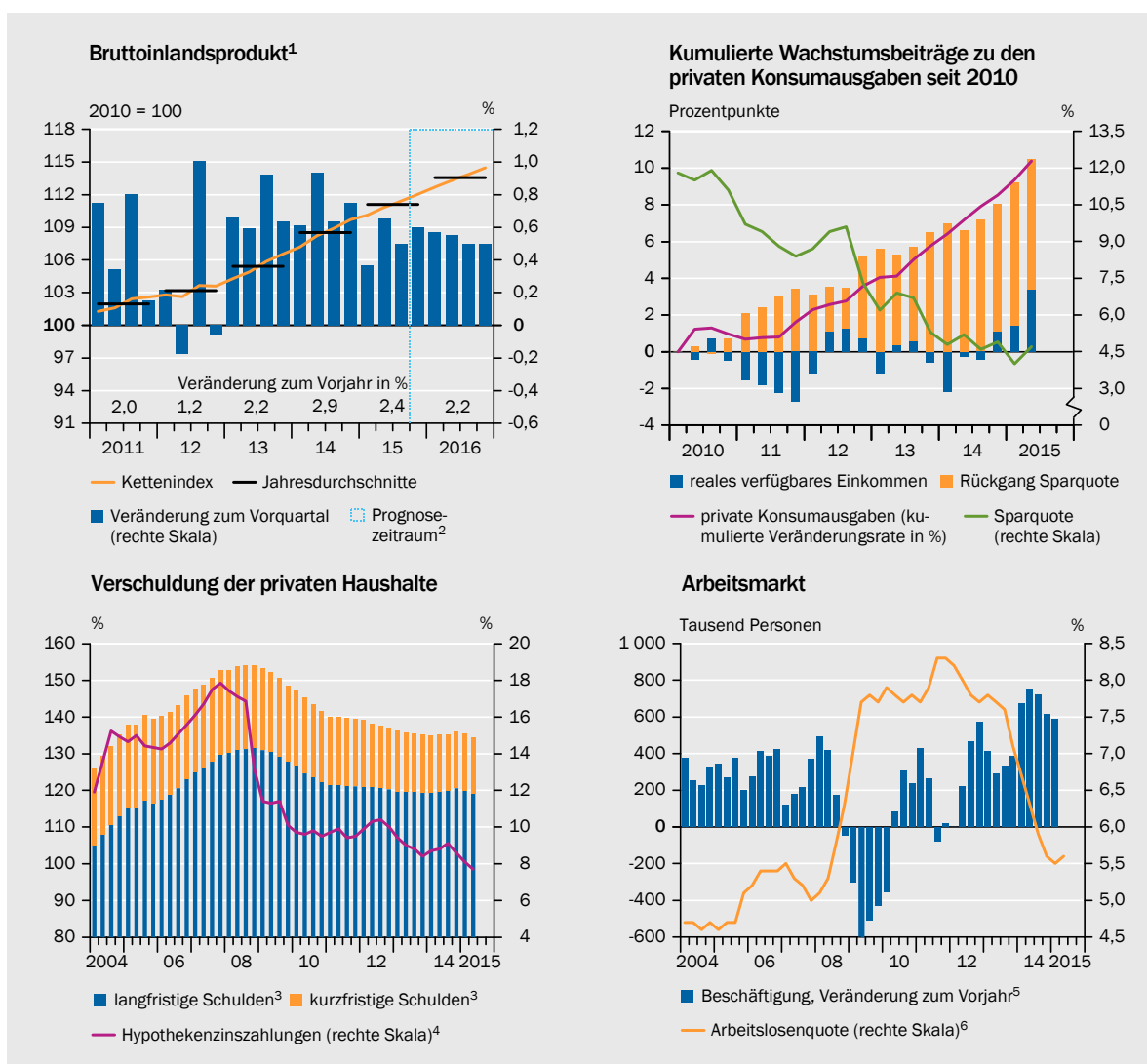
4. Vereinigtes Königreich: Zinswende birgt Risiken

161. Die Wirtschaftsleistung im Vereinigten Königreich wird in diesem Jahr erneut kräftig expandieren. Nachdem das Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2014 um 2,9 % angestiegen war, betrug die Produktionsausweitung im ersten Halbjahr 2015 annualisiert bereits 2,2 % gegenüber dem Vorhalbjahr. [↘ ABBILDUNG 19 OBEN LINKS](#) Getragen wird der **Aufschwung** durch die robuste Binnennachfrage. Hierbei spielt die Ausweitung der privaten Konsumausgaben die zentrale Rolle. Schon in den Jahren 2012 bis 2014 war der Konsum eine wesentliche Stütze der konjunkturellen Erholung. Er stieg um jahresdurchschnittlich 2,2 % und trug somit im Durchschnitt gut 1,4 Prozentpunkte zum Wachstum des Bruttoinlandsprodukts von gut 2,1 % bei.
162. Das Bild des selbsttragenden Aufschwungs relativiert sich dadurch, dass der Anstieg des **privaten Verbrauchs** zu großen Teilen durch einen Rückgang der Sparquote um etwa 7 Prozentpunkte seit 2010 gestützt wurde. [↘ ABBILDUNG 19 OBEN RECHTS](#) Diese Entwicklung dürfte von positiveren Erwartungen bezüglich des zukünftigen Einkommens und von der Erholung des Immobilienmarkts getrieben sein. Darüber hinaus ist ein Zusammenhang mit den geldpolitischen Maßnahmen der BoE zu vermuten, die daher wiederum zögert, ihren Leitzins anzuheben und vorerst abwartet, wie sich die real verfügbaren Einkommen entwickeln.
163. Der private Konsum wird unterstützt von einer positiven Entwicklung auf dem **Arbeitsmarkt**. So liegt die Arbeitslosenquote bei 5,6 % und damit knapp unterhalb des Niveaus der strukturellen Arbeitslosenquote (NAIRU), die von Oxford Economics und der OECD für das Jahr 2015 auf etwa 5,7 % bis 6,0 % beziffert wird. Die Beschäftigung nimmt ebenfalls weiterhin deutlich zu. [↘ ABBIL-](#)

DUNG 19 UNTEN RECHTS Die positive Arbeitsmarktentwicklung spiegelt sich zunehmend im Lohnanstieg wider, der zuletzt bei über 2 % gegenüber dem Vorjahr lag. Diese Rate ist jedoch im Vergleich zu den Werten aus der Vorkrisenzeit von etwa 4 % noch relativ schwach. Der Anstieg des realen verfügbaren Einkommens ergab sich daraus, dass die nominalen Lohnerhöhungen kaum durch steigende Konsumentenpreise aufgezehrt wurden. Die Verbraucherpreis-inflation ist kontinuierlich von fast 3 % im Sommer 2013 auf aktuell –0,1 % gefallen.

164. Die geldpolitischen Entscheidungen der BoE dürften zudem von den Entwicklungen der **privaten Verschuldung** und des **Immobilienmarkts** abhängen. Es zeigt sich, dass die privaten Haushalte in Relation zum verfügbaren Einkommen eine zuletzt leicht rückläufige, aber immer noch sehr hohe Verschuldung aufweisen. **ABBILDUNG 19 UNTEN LINKS** Die Tragfähigkeit dieser Verschuldungsposition wird wesentlich durch die geringe Zinslast gestützt. Diese betrug vor der Krise knapp unter 10 % des verfügbaren Einkommens und liegt nun bei gut 2 %.

ABBILDUNG 19
Konjunkturindikatoren für das Vereinigte Königreich



1 – Reale Werte, saison- und kalenderbereinigt. 2 – Prognose des Sachverständigenrates. 3 – In Relation zum gleitenden Durchschnitt von vier Quartalen des verfügbaren Einkommens. 4 – In Relation zum Einkommen. 5 – Bezogen auf die Wohnbevölkerung. 6 – In Relation zur Erwerbsbevölkerung.

Quellen: BoE, CML, Eurostat

Daten zur Abbildung

SVR-15-038

Die dynamische Entwicklung auf dem Immobilienmarkt hat sich zudem abgeflacht. Die Hauspreise steigen zwar weiterhin, aber mit abnehmenden Raten.

165. Es wird erwartet, dass die BoE ihren Leitzins erst in der zweiten Jahreshälfte 2016 anhebt. Die hohe Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung des privaten Verbrauchs, die sehr moderate Lohndynamik und die niedrige Konsumentenpreis-inflation stehen einer früheren **Zinserhöhung** entgegen. Ferner bestehen große Risiken hinsichtlich der Ausfuhrentwicklung aufgrund der starken Aufwertung des Britischen Pfund. Diese könnte sich infolge einer Zinsanhebung fortsetzen und die Wettbewerbsfähigkeit der britischen Wirtschaft weiter beeinträchtigen.
166. Unter der Annahme, dass die BoE noch längere Zeit auf eine Zinsanhebung verzichtet, ist davon auszugehen, dass die britische Wirtschaft zunächst weiter kräftig expandieren wird. Die Wachstumsraten werden dabei über dem Potenzialwachstum liegen, sodass sich die noch negative **Produktionslücke weiter schließt**. Mit Blick auf die Fiskalpolitik ist davon auszugehen, dass die britische Regierung ihren Konsolidierungskurs fortsetzen wird, sodass von dieser Seite leicht dämpfende Konjunkturimpulse zu erwarten sind. Der Sachverständigenrat geht davon aus, dass das Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2015 mit 2,4 % und im Jahr 2016 mit 2,2 % zulegen wird.

III. EURO-RAUM: SONDERFAKTOREN TREIBEN KONJUNKTURERHOLUNG

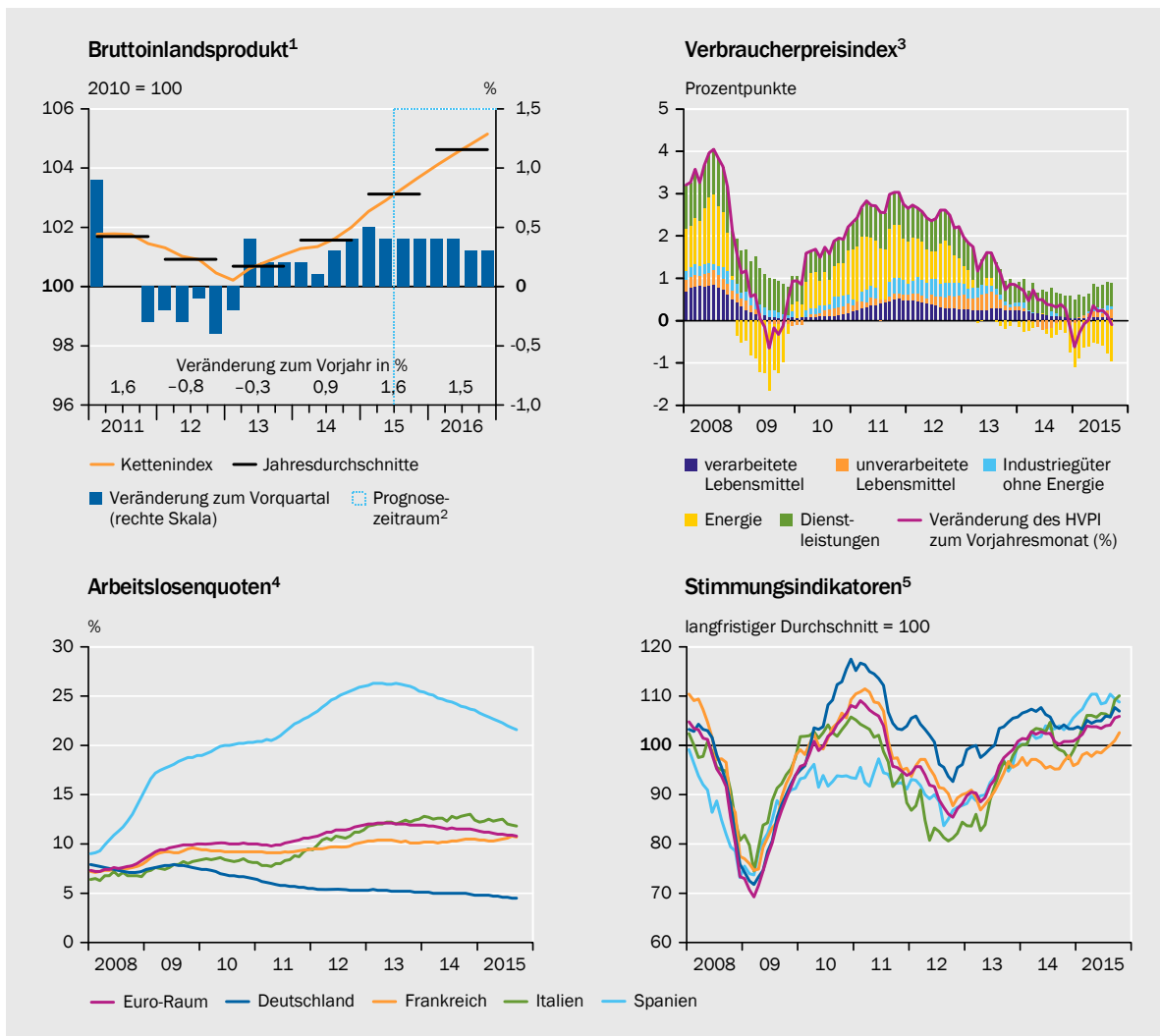
1. Konjunkturelle Lage

167. Im Euro-Raum hat sich die Wirtschaft im bisherigen Verlauf des Jahres 2015 weiter erholt. Das **Bruttoinlandsprodukt** stieg in den beiden ersten Quartalen um 0,5 % beziehungsweise 0,4 % im Vergleich zum Vorquartal. [↘ ABBILDUNG 20 OBEN LINKS](#) Diese positive Entwicklung beruht im Wesentlichen auf vier **Sonderfaktoren**:
- Der **Außenwert des Euro** ist erheblich gesunken. Der Euro hat seit dem Frühjahr 2014 real effektiv um rund 10 % abgewertet.
 - Die **Finanzierungsbedingungen** für Unternehmen und private Haushalte haben sich deutlich verbessert. So sind die Zinsen für Neukredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften seit April 2014 um fast 0,9 Prozentpunkte gesunken.
 - Der **Ölpreis** hat sich seit Sommer 2014 mehr als halbiert.
 - Seit Beginn des Jahres 2014 haben die Mitgliedstaaten ihre **Konsolidierungsanstrengungen** deutlich zurückgefahren.

168. Die **Griechenland-Krise** führte, wie im Frühjahr vom Sachverständigenrat erwartet, zu keinen Turbulenzen auf den europäischen Finanzmärkten und hatte keine negativen Effekte auf die anderen Mitgliedstaaten. Abgesehen von Luxemburg verzeichneten alle Mitgliedstaaten im zweiten Quartal 2015 positive Quartalswachstumsraten. Besonders kräftige Zuwächse wiesen weiterhin die ehemaligen Programmländer Spanien, Irland und Portugal auf. Frankreich und Italien konnten im ersten Halbjahr 2015 ebenfalls einen Anstieg ihres Bruttoinlandsprodukts erzielen.

169. Einhergehend mit der konjunkturellen Belebung hat sich die Situation auf dem **Arbeitsmarkt** etwas verbessert. Die Arbeitslosenquote ging von 11,6 % im Juli 2014 auf aktuell 10,8 % zurück. [ABBILDUNG 20 UNTEN LINKS](#) Jedoch bestehen weiterhin große Unterschiede zwischen den einzelnen Mitgliedstaaten. So reduzierten sich die besonders hohen Arbeitslosenquoten in Spanien und Portugal seit dem Sommer 2014 um 2 Prozentpunkte. In Italien zeigt sich demgegenüber erst seit dem Sommer dieses Jahres eine leichte Erholungstendenz; die Arbeitslosenquote ging seitdem um knapp einen Prozentpunkt zurück. In Frankreich ist weiter-

▾ **ABBILDUNG 20**
Konjunkturindikatoren für den Euro-Raum



1 – Reale Werte, saison- und kalenderbereinigt. 2 – Prognose des Sachverständigenrates. 3 – Gesamtindex des HVPI und Beiträge der einzelnen Teilindizes. 4 – In Relation zur Erwerbsbevölkerung. 5 – Economic Sentiment Indicator (ESI).

Quellen: Europäische Kommission, Eurostat, EZB

hin keine Erholung zu beobachten. Die Arbeitslosenquote stagniert dort seit mehr als drei Jahren auf einem Niveau von über 10 %.

170. Die konjunkturelle Erholung wird vor allem durch eine Erhöhung der privaten Konsumausgaben getragen. Aufgrund der direkten Effekte des Ölpreisverfalls und der verbesserten Situation auf dem Arbeitsmarkt sind die Realeinkommen spürbar angestiegen, was zu einer **Ausweitung des privaten Konsums** führte. [↪ ABBILDUNG 21 UNTEN LINKS](#) Positive Wachstumsbeiträge für das Bruttoinlandsprodukt kommen darüber hinaus von den **Exporten**. Sie konnten nicht zuletzt wegen der Abwertung des Euro und der anziehenden Konjunktur in den Vereinigten Staaten kräftig zulegen. Auffällig schwach blieb indes die Entwicklung der Investitionen. Zwar war zuletzt eine Aufhellung der Unternehmensstimmung zu beobachten, jedoch hat diese trotz der niedrigen Finanzierungskosten bisher nicht zu einer Belebung der Investitionstätigkeit beigetragen. [↪ ABBILDUNG 20 UNTEN RECHTS](#)
171. Im bisherigen Jahresverlauf haben die **Verbraucherpreise** nahezu stagniert. Die jährliche Teuerungsrate lag im Oktober 2015 bei 0 %, während die Kerninflationsrate bei 0,9 % lag. Zum einen sind die Produktionskapazitäten im Euro-Raum trotz der jüngsten Erholung noch merklich unterausgelastet. Dies wirkt dämpfend auf die Kerninflationsrate. Zum anderen sind die Energiepreise in den vergangenen Monaten erneut deutlich gefallen und weisen daher negative Wachstumsbeiträge für die Entwicklung der Konsumentenpreise auf. [↪ ABBILDUNG 20 OBEN RECHTS](#)

2. Geldpolitik verschleiert Grunddynamik

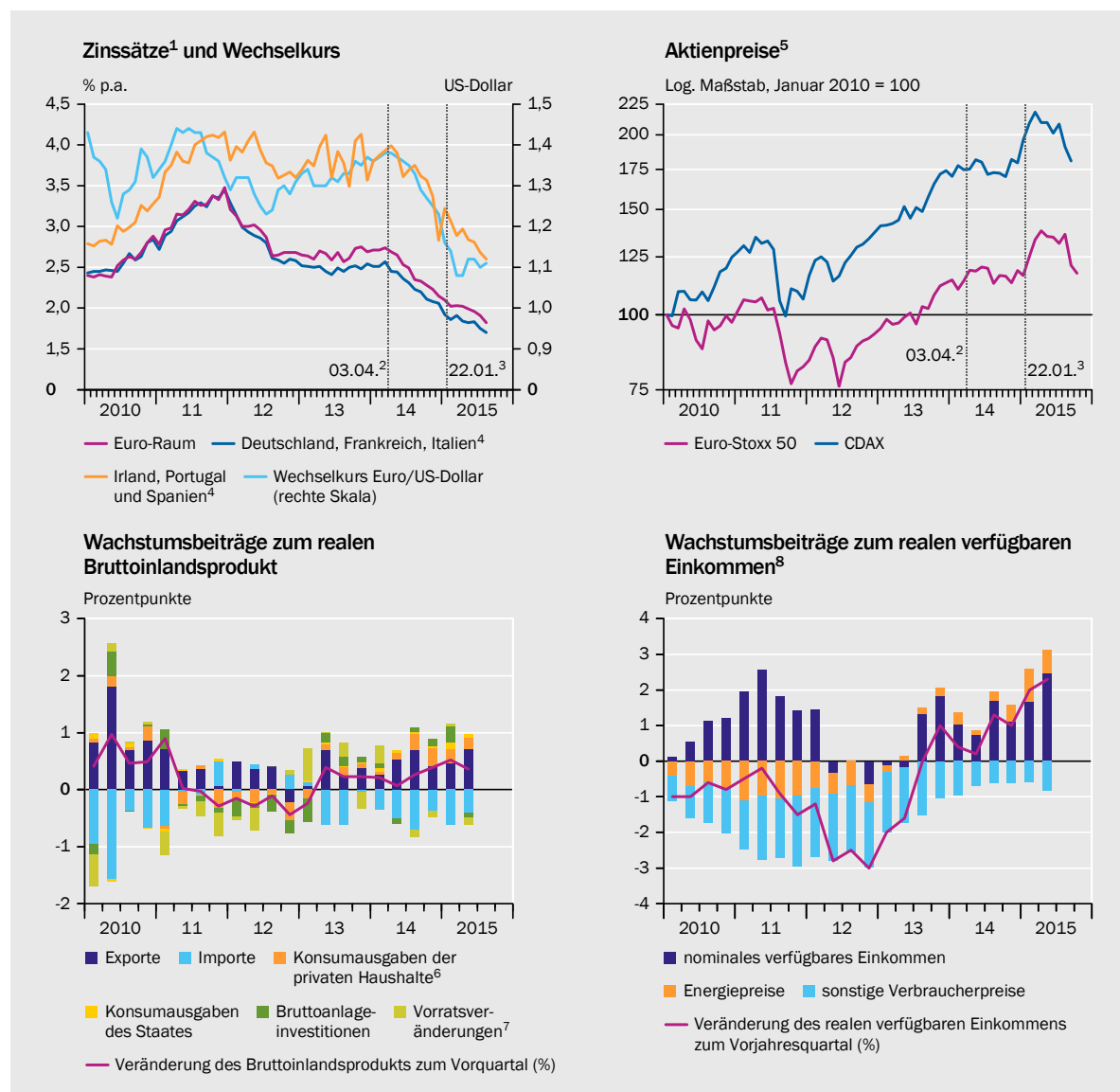
172. Angesichts der Sonderfaktoren und der konjunkturpolitischen Impulse besteht Unsicherheit darüber, ob es sich bei der aktuellen Konjunkturerholung um einen selbsttragenden Aufschwung handelt. Die OECD konstatiert, dass das gegenwärtige **Wirtschaftswachstum** angesichts des ausgesprochen günstigen Umfelds **überraschend schwach** ausfällt (OECD, 2015). Nach Einschätzung des Sachverständigenrates hätte die Wirtschaft im Euro-Raum ohne die zusätzlichen Impulse bestenfalls eine Wachstumsrate in Höhe des Potenzialwachstums von derzeit etwa 0,8 % erreicht.
173. Die größten Impulse auf die europäische Konjunktur gehen von der **erheblichen geldpolitischen Lockerung** der EZB aus. Hierbei darf jedoch der Fokus nicht alleine auf dem Staatsanleihekaufprogramm (QE) liegen, das am 22. Januar 2015 beschlossen wurde. Vielmehr ist dieses Programm nur ein Bestandteil einer größer angelegten Strategie der Zentralbank mit dem Ziel, die Inflationsrate mittelfristig wieder auf ein Niveau von nahe aber unter 2 % anzuheben (JG 2014 Ziffer 234). Die quantitativen Effekte der einzelnen geldpolitischen Maßnahmen auf das Wirtschaftswachstum lassen sich zwar nicht genau abschätzen. Es ist aber davon auszugehen, dass von der Geldpolitik seit Jahresmitte 2014 über verschiedene Transmissionskanäle expansive Impulse auf die Realwirtschaft ausgehen, die jedoch nur temporär wirken. [↪ ZIFFERN 284 FF.](#)

Den Ausgangspunkt bildete die EZB-Presskonferenz am 3. April 2014, bei der EZB-Präsident Draghi eine weitere Lockerung der Geldpolitik nicht ausschloss. Hierauf folgten im Juni 2014 die Zinssenkung auf 0,15 %, die Einführung eines negativen Einlagenzins und längerfristige gezielte Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO). Im September 2014 kam es zu einer weiteren Zinssenkung auf 0,05 %, einer Senkung des Einlagenzinses auf –0,2 % und zu den Beschlüssen über Aufkaufprogramme für Kreditverbriefungen (ABSPP) und Pfandbriefe (CBPP3).

174. Die Lockerung der Geldpolitik ging mit einer kräftigen **Abwertung des Euro** einher. Dessen realer Außenwert hat seit dem Frühjahr 2014 effektiv um etwa 10 % abgenommen. [↘ ABBILDUNG 11 LINKS](#) Der bilaterale nominale Wechselkurs gegenüber dem US-Dollar ging sogar um rund 20 % zurück. [↘ ABBILDUNG 21 OBEN LINKS](#) Die damit einhergehende Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit

↘ ABBILDUNG 21

Zinsen, Aktienpreise, Bruttoinlandsprodukt und verfügbares Einkommen im Euro-Raum



1 – Zinssätze für Kredite (Neugeschäfte) an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. 2 – EZB-Presskonferenz, auf der eine weitere Lockerung der Geldpolitik nicht ausgeschlossen wurde. 3 – EZB-Entscheidung für Staatsanleihaufkaufprogramm. 4 – Gewichtet mit dem nominalen Bruttoinlandsprodukt des Jahres 2014. 5 – Deflationiert mit dem HVPI. 6 – Einschließlich private Organisationen ohne Erwerbszweck. 7 – Einschließlich Nettozugang an Wertsachen. 8 – Eigene Berechnungen.

Quellen: Eurostat, EZB, Thomson Financial Datastream

Daten zur Abbildung

SVR-15-389

dürfte ein entscheidender Faktor für die positive Exportentwicklung des Euro-Raums sein. Trotz der Wachstumsschwäche in den Schwellenländern hat sich die Exportnachfrage in den zurückliegenden Quartalen spürbar erhöht. Das Volumen der Gesamtexporte lag im zweiten Quartal rund 5 % über dem Vorjahreswert. Entsprechend kräftig waren die Wachstumsbeiträge der Exporte zum Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts in den vergangenen Quartalen. [↪ ABBILDUNG 21 UNTEN LINKS](#)

Zudem zeigt sich ein enger zeitlicher Zusammenhang zwischen den Maßnahmen der EZB sowie der Verbesserung der **Finanzierungsbedingungen** für Unternehmen und private Haushalte. Bemerkenswert ist dabei, dass sich diese Entwicklung nicht nur in den großen Mitgliedstaaten, sondern auch in den ehemaligen Programmländern zeigt. [↪ ABBILDUNG 21 OBEN LINKS](#)

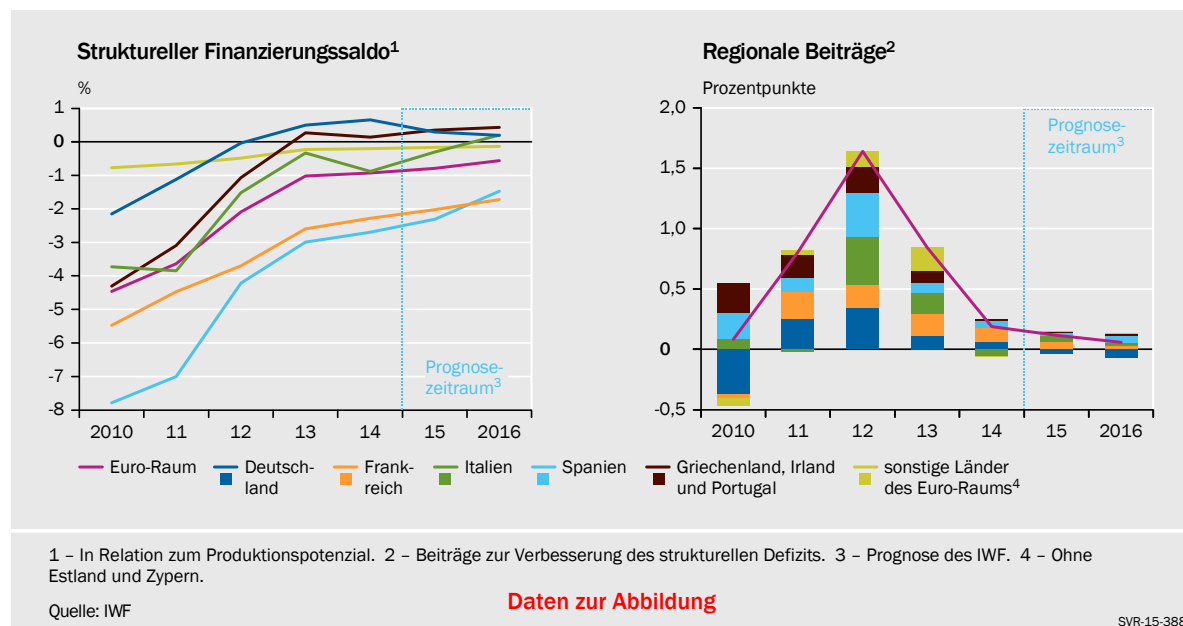
175. Eine Lockerung der Geldpolitik kann darüber hinaus zu einem höheren **Konsumentenvertrauen** sowie zu einem **Anstieg der Vermögenspreise** führen. [↪ ZIFFERN 287, 289](#) Für beide Effekte lassen sich seit der Jahresmitte 2014 ebenfalls Hinweise finden. So ging die Ankündigung des QE-Programms mit kräftigen Kursanstiegen auf den Aktienmärkten einher. [↪ ABBILDUNG 21 OBEN RECHTS](#) Die dadurch verbesserte Vermögensposition der privaten Haushalte dürfte leicht expansiv auf den privaten Konsum gewirkt haben. Zudem hat sich die Stimmung der Konsumenten und Unternehmen aufgehellt, mit positiven Auswirkungen auf die private Nachfrage. Im Vergleich zur Abwertung und den verbesserten Finanzierungsbedingungen dürften die konjunkturellen Auswirkungen dieser beiden Aspekte aber wohl geringer sein.
176. Der **Ölpreisrückgang** dürfte insgesamt positive Impulse auf die aktuelle Konjunkturerholung gehabt haben. Insbesondere der deutliche Anstieg des realen verfügbaren Einkommens infolge der Energiepreisrückgänge [↪ ABBILDUNG 21 UNTEN RECHTS](#) hat die Konsumausgaben der privaten Haushalte stimuliert. Während die Energiepreisentwicklung im Zeitraum der Jahre 2010 bis 2013 noch einen Beitrag von -0,5 Prozentpunkten zur Zuwachsrate der realen verfügbaren Einkommen geleistet hatte, war dieser Beitrag zuletzt positiv und stieg auf knapp einen Prozentpunkt im ersten Quartal des Jahres 2015 an. Es ist daher davon auszugehen, dass die zuletzt hohen Anstiege des privaten Konsums zu nennenswerten Teilen auf dem realen Einkommengewinn infolge des Ölpreisverfalls beruhen.
177. Inwieweit der Ölpreisrückgang zu einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts geführt hat, hängt zudem von indirekten Effekten ab, die vorrangig die **Exportentwicklung** betreffen. Sollte der Ölpreisrückgang primär auf einem Rückgang der Weltnachfrage beruhen, so dürften Exporte von sehr offenen Volkswirtschaften wie Deutschland darunter leiden. Berechnungen des Sachverständigenrates legen nahe, dass lediglich etwa ein Drittel des Ölpreisrückgangs durch Angebotsfaktoren zu erklären ist. [↪ KASTEN 4](#) Dies deutet darauf hin, dass Nachfragefaktoren eine wesentliche Rolle gespielt haben. Gleichwohl dürften die damit einhergehenden dämpfenden Effekte auf die Exporte die positiven Effekte auf den Konsum nicht überwiegen.

Zum einen spielen ebenfalls angebotsseitige Faktoren eine Rolle, die von sich aus stimulierend auf die Exporte wirken und daher einen Teil der Nachfrageeffekte kompensieren. Zum anderen werden die negativen Exporteffekte für den Euro-Raum durch den Abwertungseffekt mehr als ausgeglichen. Ferner ist davon auszugehen, dass die schwache Weltnachfrage nach Rohöl nicht auf die Industrieländer, sondern auf die **Schwellenländer** zurückgeht. Für den Euro-Raum impliziert dies, dass sich vor allem in wichtigen Industrieländern wie den Vereinigten Staaten die Auslandsnachfrage besser entwickelt als die Weltnachfrage nach Rohöl. Für die einzelnen Mitgliedstaaten kann sich die jeweilige Entwicklung der wichtigen Absatzmärkte aber deutlich unterscheiden. So spielen China und der restliche asiatische Raum für Deutschland eine größere Rolle als für andere Mitgliedstaaten.

- 178. Nicht zuletzt dürfte das Wirtschaftswachstum derzeit Rückenwind von der Fiskalpolitik erhalten. Die **Konsolidierungsbemühungen** wurden in nahezu allen Ländern trotz weiterhin hoher Schuldenstände **weitgehend eingestellt**.
 ↳ **ABBILDUNG 22** Zwar werden die strukturellen Defizite im Aggregat weiterhin leicht zurückgeführt. Im Vergleich zu den Anstrengungen bis zum Jahr 2013 sind die aktuellen Maßnahmen aber äußerst gering, die Schuldenstände und Defizite vieler Mitgliedstaaten liegen nach wie vor deutlich über den vereinbarten Höchstgrenzen. Die zögerliche Rückführung der Staatsschuldenquote widerspricht dem Stabilitäts- und Wachstumspakt (JG 2012 Ziffern 206 ff.). Der Richtungswechsel dürfte kurzfristig zwar positive konjunkturelle Effekte haben. Mittelfristig ist eine weitere Konsolidierung jedoch unumgänglich.
- 179. Ingesamt verschleiern die Sonderfaktoren und konjunkturpolitischen Impulse die weiterhin schwache **Grunddynamik** im Euro-Raum. Die von der EU-Kommission ausgewiesenen Produktionslücken zeigen, dass die Kapazitäten in nahezu allen Mitgliedstaaten nach wie vor deutlich unterausgelastet sind.
 ↳ **ABBILDUNG 23 OBEN RECHTS** Die jüngste Erholung der Konjunktur darf daher nicht

↳ **ABBILDUNG 22**

Veränderung des strukturellen Finanzierungssaldos im Euro-Raum und regionale Beiträge

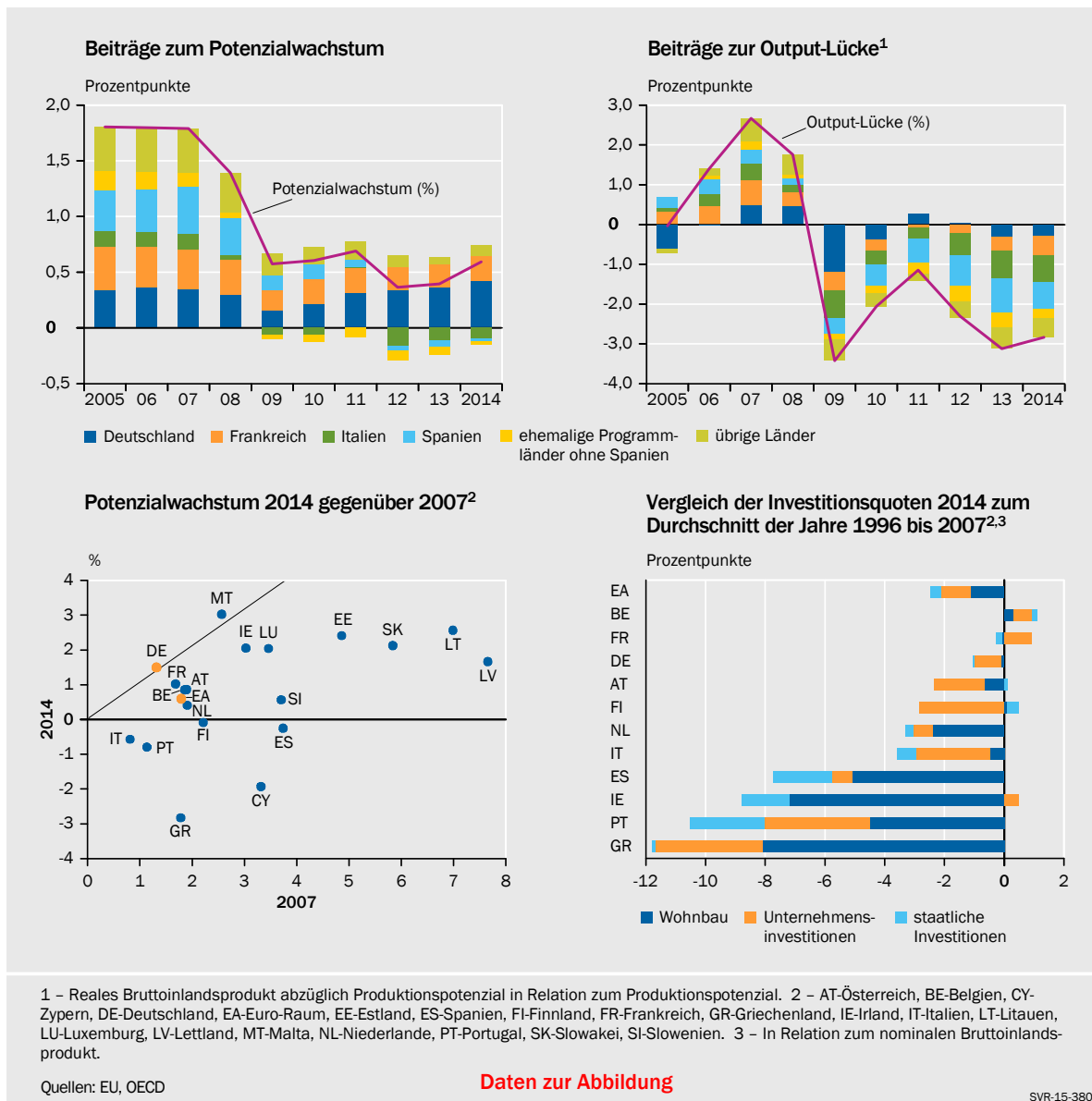


darüber hinwegtäuschen, dass innerhalb des Euro-Raums noch immer erhebliche strukturelle Probleme bestehen, die negativ auf die Wachstumsmöglichkeiten wirken.

180. Das **Potenzialwachstum** im Euro-Raum ist gemäß den Schätzungen der EU-Kommission seit dem Jahr 2007 von 1,8 % auf 0,8 % zurückgegangen. Manche Mitgliedstaaten, darunter Italien, Griechenland und Spanien, weisen derzeit sogar negative Potenzialwachstumsraten auf. [↘ ABBILDUNG 23 OBEN LINKS](#) Diese ergeben sich zum Großteil durch den Abbau von Überkapazitäten, welche in Spanien und Irland etwa durch die Immobilienbooms entstanden waren. In diesen Ländern war nicht nur ein deutlicher Rückgang des Potenzialwachstums, sondern auch der Investitionsquoten zu beobachten. [↘ ABBILDUNG 23 UNTEN RECHTS](#) Beim Rückgang der Investitionsquoten handelt es sich zumeist um einen Normalisierungsprozess, der noch andauert.

↘ ABBILDUNG 23

Potenzialwachstum und Output-Lücke im Euro-Raum



181. Die Immobilienbooms in diesen Ländern hinterlassen zudem noch immer ihre Spuren in der hohen **Verschuldung der privaten Haushalte**. Im Gegensatz zu den Vereinigten Staaten ist der Konsolidierungsprozess der privaten Haushalte im Euro-Raum insgesamt noch nicht weit vorangekommen. Dies dürfte weiterhin die privaten Konsumausgaben belasten. Ein ähnliches Bild ergibt sich für den Unternehmenssektor, der seit der Finanzkrise noch immer hohe Verschuldungsquoten aufweist. [↪ ZIFFERN 453 FF.](#) Der Schuldenüberhang dürfte eine Finanzierungshürde für die Unternehmen darstellen und sich negativ auf die Investitionstätigkeit auswirken.
182. In den meisten anderen Mitgliedstaaten des Euro-Raums mit Ausnahme von Deutschland hat das Potenzialwachstum ebenfalls abgenommen. [↪ ABBILDUNG 23 UNTEN LINKS](#) Einige Länder, wie beispielsweise Italien und Griechenland, haben große Probleme mit ihrer nicht-preislichen Wettbewerbsfähigkeit (JG 2014 Ziffern 132 ff.; SG 2015 Ziffern 45 ff.). Italien hat inzwischen allerdings erste Reformen zum Abbau dieser Defizite angestoßen. [↪ ZIFFER 335](#)

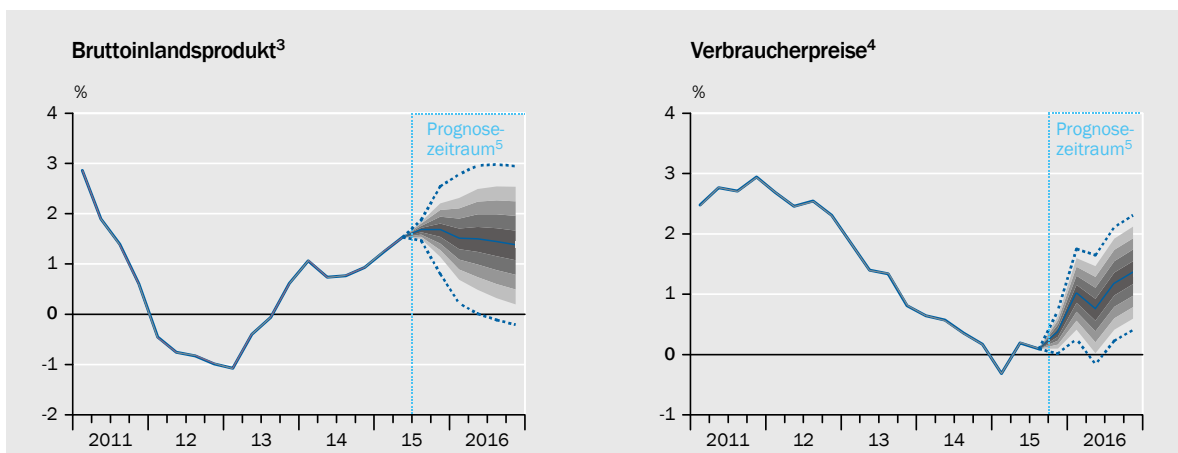
3. Ausblick

183. Die konjunkturelle Erholung des Euro-Raums wird sich im Prognosezeitraum voraussichtlich fortsetzen. [↪ ABBILDUNG 24](#) Sie ist jedoch fragil und dadurch bestimmt, dass die Wirkung der Sonderfaktoren im kommenden Jahr nach und nach sinkt. Insbesondere dürften die positiven Wachstumseffekte des Ölpreisverfalls nach einiger Zeit auslaufen. Sofern die Reformanstrengungen nicht intensiviert werden, dürfte die Konjunkturerholung eine temporäre Erscheinung bleiben. Ein Übergang zu einem **selbsttragenden Aufschwung** ist momentan **nicht zu erwarten**.

Gegen eine dynamischere Entwicklung des Wirtschaftswachstums sprechen weitere Faktoren. Zum einen entwickeln sich das internationale Umfeld und der

[↪ ABBILDUNG 24](#)

Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise im Euro-Raum^{1,2}



1 – Veränderung zum Vorjahr. 2 – Unsicherheitsmargen berechnet auf Grundlage des mittleren absoluten Prognosefehlers des Zeitraums 1999 bis 2014. Die Breite des symmetrisch um den wahrscheinlichsten Wert verteilten Bandes entspricht dem doppelten mittleren absoluten Prognosefehler; gestrichelte Linie: 68 %-Konfidenzintervall. 3 – Reale Werte, kalender- und saisonbereinigt. 4 – Harmonisierter Verbraucherpreisindex. 5 – Prognose des Sachverständigenrates.

Quellen: eigene Berechnungen, Eurostat

Daten zur Abbildung

SVR-15-336

Welthandel derzeit recht verhalten, weshalb im Prognosezeitraum **nicht mit außenwirtschaftlichen Impulsen zu rechnen** ist. Zum anderen bestehen in vielen Mitgliedstaaten des Währungsraums **angebotsseitige Probleme** auf den Güter- und Faktormärkten. Diese reduzieren die Wachstumsperspektiven, senken die Investitionsanreize und stehen einer zügigeren Erholung der Arbeitsmärkte entgegen. Von der nach wie vor **hohen Arbeitslosigkeit** wiederum gehen dämpfende Impulse auf den privaten Konsum aus, der zudem durch die **Rückführung der privaten Verschuldung** belastet wird.

184. Vor diesem Hintergrund erwartet der Sachverständigenrat für die Jahre 2015 und 2016 im Euro-Raum einen **Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts** von 1,6 % beziehungsweise 1,5 %. Die Verbraucherpreisinflation wird in diesem und im kommenden Jahr voraussichtlich bei 0,1 % beziehungsweise 1,1 % liegen.

↘ TABELLE 4

↘ TABELLE 4

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote im Euro-Raum

Land/Ländergruppe	Gewicht in % ¹	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise ²			Arbeitslosenquote ³		
		Veränderung zum Vorjahr in %						%		
		2014	2015 ⁴	2016 ⁴	2014	2015 ⁴	2016 ⁴	2014	2015 ⁴	2016 ⁴
Euro-Raum⁵	100	0,9	1,6	1,5	0,4	0,1	1,1	11,6	11,0	10,5
darunter:										
Deutschland	28,8	1,6	1,7	1,6	0,8	0,2	1,2	5,0	4,6	4,6
Frankreich	21,0	0,2	1,1	0,9	0,6	0,1	0,8	10,3	10,6	10,7
Italien	16,0	- 0,4	0,7	0,8	0,2	0,2	1,2	12,7	12,2	11,5
Spanien	10,4	1,4	3,2	3,0	- 0,2	- 0,5	1,0	24,5	22,4	20,6
Niederlande	6,5	1,0	2,0	1,3	0,3	0,3	1,5	7,4	6,9	6,6
Belgien	4,0	1,3	1,3	1,4	0,5	0,6	1,3	8,5	8,7	8,7
Österreich	3,3	0,4	0,8	1,0	1,5	0,9	1,6	5,6	5,7	5,5
Finnland	2,0	- 0,4	0,2	0,8	1,2	- 0,2	0,5	8,7	9,5	9,9
Irland	1,9	5,2	6,4	4,4	0,3	0,1	1,1	11,3	9,6	8,5
Griechenland	1,8	0,7	0,2	- 0,4	- 1,4	- 1,1	- 0,2	26,6	25,4	24,3
Portugal	1,7	0,9	1,7	1,8	- 0,2	0,6	1,1	14,1	12,6	11,1
Euro-Raum ohne Deutschland	71,2	0,6	1,5	1,4	0,3	0,1	1,0	14,0	13,3	12,6

1 – Anteil des nominalen Bruttoinlandsprodukts des Jahres 2014 am nominalen Bruttoinlandsprodukt des Euro-Raums. 2 – Harmonisierter Verbraucherpreisindex. 3 – Standardisiert. Für den gesamten Euro-Raum und den Euro-Raum ohne Deutschland gewichtet mit der Anzahl der Erwerbspersonen des Jahres 2014. 4 – Prognose des Sachverständigenrates. 5 – Gewichteter Durchschnitt der 19 Mitgliedstaaten des Euro-Raums.

Quelle: Eurostat

Daten zur Tabelle

SVR-15-339

LITERATUR ZUM KAPITEL

- Baumeister, C. und G. Peersman (2013), Time-varying effects of oil supply shocks on the US economy, *American Economic Journal: Macroeconomics* 5, 1-28.
- Bernanke, B.S. (2002), *Deflation: Making sure „it“ doesn't happen here*, Rede, National Economists Club, Washington, DC, 21. November 2002.
- Boz, E., M. Bussière und C. Marsilli (2014), *Recent slowdown in global trade: Cyclical or structural*, VoxEU.org, 12. November 2014.
- Carstensen, K., S. Elstner und G. Paula (2013), How much did oil market developments contribute to the 2009 recession in Germany?, *Scandinavian Journal of Economics* 115, 695-721.
- CBO (2015), *An update to the budget and economic outlook: 2015 to 2025, August 2015*, Congressional Budget Office, Washington, DC.
- Deutsche Bundesbank (2015), *Monatsbericht* Juli 2015.
- Deutsche Bundesbank (2013), Zum empirischen Zusammenhang zwischen Welthandel und globaler Wirtschaftsleistung, *Monatsbericht* November 2013, 14-18.
- EZB (2015), Gründe für die Schwäche des Welthandels, *Wirtschaftsbericht* 3/2015, 37–47, Europäische Zentralbank.
- EZB (2014), *Konvergenzbericht Juni 2014*, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- Gern, K.-J. und P. Hauber (2015), Konjunktur in China: Quo vadis?, *Wirtschaftsdienst* 95, 575-576.
- Gern, K.-J., N. Janssen, M. Plödt und J. Scheide (2014), *Weltkonjunktur im Herbst 2014*, Kieler Diskussionsbeiträge 543/544, Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Hamilton, J.D. (2009), Causes and consequences of the oil shock of 2007-08, *Brookings Papers on Economic Activity* 40, 215-283.
- IWF (2015a), *Understanding the role of cyclical and structural factors in the global trade slowdown*, World Economic Outlook, Washington, DC.
- IWF (2015b), *United States: 2015 Article IV consultation*, IMF Country Report No. 15/168, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- Kilian, L. (2009), Not all oil price shocks are alike: Disentangling demand and supply shocks in the crude oil market, *American Economic Review* 99, 1053-1069.
- Maliszewski, W. und L. Zhang (2015), *China's growth: Can goldilocks outgrow bears?*, IMF Working Paper 15/113, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- OECD (2015), *Economic outlook – June 2015*, Organisation for Economic Co-Operation and Development, Paris.
- Peersman, G. und I. van Robays (2012), Cross-country differences in the effects of oil shocks, *Energy Economics* 34, 1532-1547.
- Williams, J.C. (2014), *Monetary policy at the zero lower bound – Putting theory into practice*, Arbeitspapier, Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy at Brookings, Washington, DC.
- Yellen, J. (2015), *Normalizing monetary policy: Prospects and perspectives*, Rede, Konferenz „The new normal monetary policy“, San Francisco, 27. März 2015.
- Zhang, Y.S. und S. Barnett (2014), *Fiscal vulnerabilities and risks from local government finance in China*, IMF Working Paper 14/4, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- Zwick, L. (2013), Verlangsamte Expansion des Welthandels? – Empirische Evidenz und mögliche Ursachen, *RWI Konjunkturbericht* 64/4, 23-30.