

INTERNATIONALE KONJUNKTUR: GELDPOLITIK NICHT ÜBERFORDERN

I. Weltwirtschaft: Verhaltendes Wachstum mit zahlreichen Risiken

1. Konjunkturelle Lage
2. Ausblick
3. Chancen und Risiken

II. Konjunktur außerhalb des Euro-Raums

1. Vereinigte Staaten: Globale Rahmenbedingungen schwächen Unternehmensinvestitionen
2. China: Wachstum nach Plan
3. Japan: Aufschwung trotz geringer Zuwachsraten
4. Vereinigtes Königreich: Eintrübung nach Brexit-Votum

III. Euro-Raum: Erholung bei zu geringen strukturellen Fortschritten

1. Konjunkturelle Lage
2. Kurzfristige Impulse ohne langfristige Lösungen
3. Ausblick

Anhang

Literatur

DAS WICHTIGSTE IN KÜRZE

Die **Weltwirtschaft wächst** momentan zwar nur **verhalten**, im langjährigen Vergleich sind die Wachstumsraten jedoch nicht außergewöhnlich gering. Nach den kräftigen Zuwachsraten und den Übertreibungen im Vorfeld der globalen Finanzkrise im Jahr 2008 scheint sich das Wachstum vielmehr wieder zu normalisieren. Nichtsdestotrotz zeigen sich bei der globalen Entwicklung **drei problematische Aspekte**: Das Produktivitätswachstum ist gering, die Investitionstätigkeit ist schwach und der Welthandel wächst deutlich langsamer als vor der Krise.

Konjunkturell hat sich die Erholung in den **Industriestaaten** im Jahr 2016 fortgesetzt. Das unerwartete Brexit-Votum im Vereinigten Königreich hat zwar vorübergehend zu einem Anstieg der Unsicherheit auf den Finanzmärkten geführt, doch die realwirtschaftlichen Effekte waren bisher begrenzt. Für die **Schwellenländer** hat sich der Ausblick wieder etwas aufgehellt. Die Transformation der chinesischen Wirtschaft ist trotz der Turbulenzen zu Jahresbeginn bislang ohne größere Wachstumseinbrüche gelungen.

Problematisch ist, dass das Wachstum zu wesentlichen Teilen von der Geldpolitik getragen wird. Insbesondere in den großen Industriestaaten sind die **geldpolitischen Impulse stark**. Während in den Vereinigten Staaten die Federal Reserve die geldpolitische Straffung hinauszögert, haben sich die Bank of Japan und die Europäische Zentralbank für eine Negativzinspolitik und eine Ausweitung ihrer Aufkaufprogramme für Anleihen entschieden. Wenngleich es der Geldpolitik auf diesem Weg gelingen kann, die Wachstumsraten kurzfristig zu steigern, ist sie mit der Aufgabe überfordert, den Wachstumspfad langfristig zu heben.

So muss bezweifelt werden, dass die von geldpolitischen Impulsen gestützte konjunkturelle Erholung im Euro-Raum selbsttragend ist. Zwar sind die Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts (BIP) etwa doppelt so hoch wie das Potenzialwachstum, sodass die Unterauslastung seit dem Jahr 2013 stetig zurückgeht. Zudem sinkt die Arbeitslosigkeit und die Beschäftigung steigt. Jedoch sind die strukturellen **Anpassungsprozesse**, insbesondere der Abbau der Verschuldung, nach der Krise noch **nicht abgeschlossen**. Zudem bleiben wichtige Reformen aus. So ist die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte weitgehend eingestellt worden, und der politische Ehrgeiz bei effizienzsteigernden Reformen hat nachgelassen.

Für die zukünftige Entwicklung der Weltwirtschaft bestehen derzeit **zahlreiche Risiken**. Hierzu zählen neben den fortbestehenden geopolitischen Risiken insbesondere ein krisenhafter Anstieg der politischen Unsicherheit in Europa, das Wiederaufflammen der Euro-Krise, eine unerwartete Eintrübung der Wirtschaftslage in China und mögliche Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten.

Der Sachverständigenrat erwartet insgesamt eine **Fortsetzung des moderaten Wachstums** der Weltwirtschaft. Für die Jahre 2016 und 2017 prognostiziert er einen Zuwachs des Welt-BIP von 2,5 % beziehungsweise 2,8 %. Die Vereinigten Staaten dürften nach der vorübergehenden Schwäche im ersten Halbjahr 2016 wieder stärker wachsen. In Japan und im Euro-Raum wird sich die Erholung voraussichtlich fortsetzen. Das Wachstumstempo wird aber wohl wieder nachlassen, da die Effekte der Geldpolitik und die positiven Realeinkommenseffekte des Ölpreisverfalls auslaufen. Im Einklang mit den leicht ansteigenden Ölpreisen wird zudem die Inflation wieder zunehmen. Für China wird weiterhin kein abrupter Einbruch der Wirtschaftsleistung erwartet, und in den übrigen Schwellenländern dürfte sich der begonnene Stabilisierungsprozess fortsetzen.

I. WELTWIRTSCHAFT: VERHALTENES WACHSTUM MIT ZAHLREICHEN RISIKEN

115. Die Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten zum Jahresbeginn 2016 und das unerwartete Ergebnis der Volksbefragung im Vereinigten Königreich im Sommer 2016 haben das Expansionstempo der Weltwirtschaft nicht nachhaltig gedämpft. Sie befindet sich weiterhin in einer **moderaten Wachstumsphase**. In den großen Industrieländern war die Dynamik aufgrund der schwächeren Entwicklung in den Vereinigten Staaten zwar rückläufig. Die Auslastung der Produktionskapazitäten nahm jedoch weiter zu. Gleichzeitig stabilisierte sich die Lage in den Schwellenländern, woran vor allem die Festigung der Konjunktur in China einen Anteil hatte. In den rohstoffexportierenden Schwellenländern dürfte sich die Stabilisierung des Ölpreises positiv ausgewirkt haben.

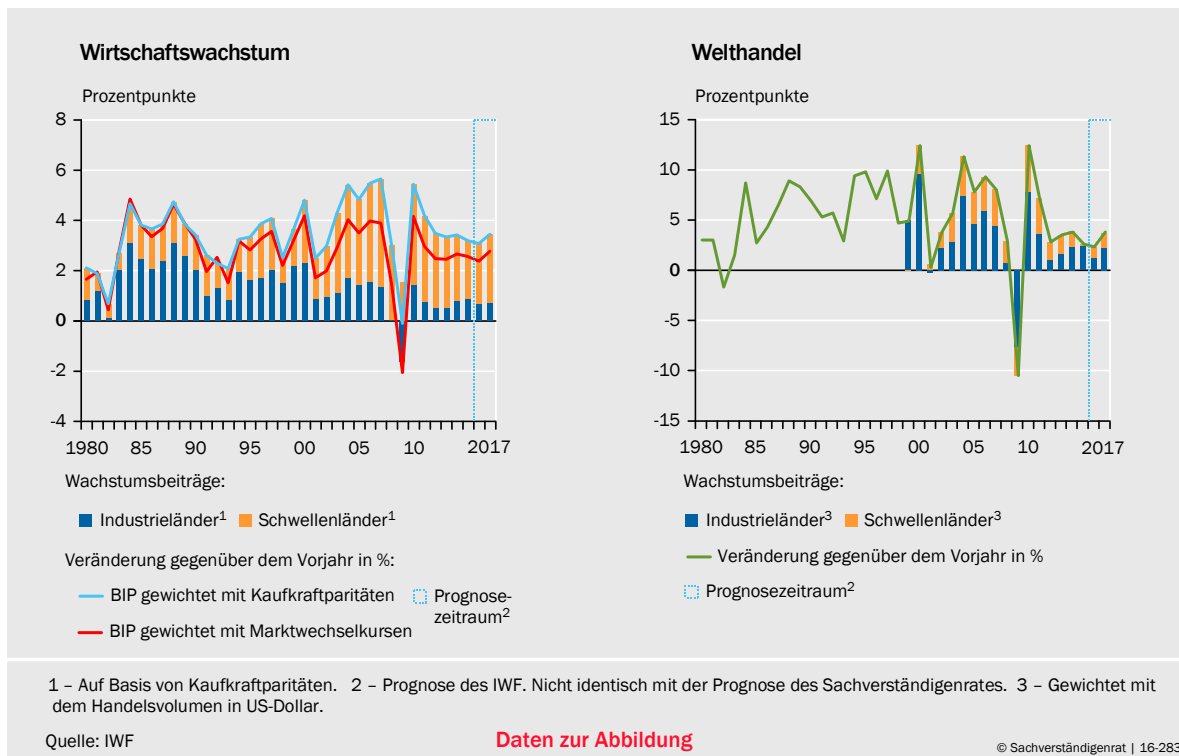
1. Konjunkturelle Lage

116. In den zurückliegenden Jahren mussten fast alle Organisationen ihre Wachstumsprognosen für die Weltwirtschaft kontinuierlich nach unten revidieren. Die Realität blieb meist hinter den Prognosen zurück, und die Weltwirtschaft konnte an die Dynamik der Vorkrisenzeit nicht wieder anknüpfen. Während das **globale BIP zu Marktwechsellkursen** im Zeitraum der Jahre 1980 bis 2008 noch durchschnittlich um etwa 3 % pro Jahr gestiegen war, lagen die Wachstumsraten seit dem Jahr 2011 nur noch bei 2,6 %. [↘ ABBILDUNG 6 LINKS](#) Gleichzeitig nahm das Expansionstempo des Welthandels drastisch ab. [↘ ABBILDUNG 6 RECHTS](#)
117. Dieses Bild relativiert sich, wenn die Kaufkraftunterschiede zwischen den Volkswirtschaften berücksichtigt werden. So liegen die Wachstumsraten des **globalen BIP zu Kaufkraftparitäten** seit dem Jahr 2011 annähernd im langjährigen Durchschnitt. Verantwortlich hierfür ist, dass die Wirtschaftsleistung der Schwellenländer in Kaufkraftparitäten gemessen ein höheres Gewicht erhält. Während ihr Anteil an der Weltwirtschaft in Marktwechsellkursen etwa 40 % beträgt, haben sie in Kaufkraftparitäten einen Anteil von etwa 60 %. Ihr höheres Wachstum kompensiert die geringeren Wachstumsbeiträge der Industrieländer. [↘ ABBILDUNG 6 LINKS](#) Hinzu kommt, dass die Erwerbsbevölkerung langsamer wächst als in früheren Jahren. So liegt das Wachstum des **BIP je Person im erwerbsfähigen Alter** derzeit sogar etwas oberhalb des langjährigen Durchschnitts (BIZ, 2016).

Insgesamt zeigt sich im langjährigen Vergleich, dass sich vor allem in den Industrieländern das Wachstumstempo verlangsamt hat. Nach den außergewöhnlich kräftigen und nicht nachhaltigen Zuwachsraten im Zeitraum von 2004 bis 2007 dürfte das allerdings teilweise eine Normalisierung darstellen. Schließlich ging der Boom im Vorfeld der globalen Finanzkrise mit einer enormen Verschuldung sowie fehlgeleiteten Investitionen einher.

➤ **ABBILDUNG 6**

Entwicklung der Weltwirtschaft



118. Die Industrieländer befinden sich in einer **konjunkturellen Erholungsphase**. Die Unterauslastung auf den Produkt- und Arbeitsmärkten konnte in den meisten **Industrieländern** im ersten Halbjahr 2016 weiter verringert werden. Insbesondere im Euro-Raum und in Japan stieg die Wirtschaftsleistung schneller als das geschätzte Produktionspotenzial. Demgegenüber blieb in den Vereinigten Staaten das Wachstum im ersten Halbjahr 2016 etwas hinter den Erwartungen zurück. ➤ **ZIFFER 131** Dies senkte die annualisierte Zuwachsrates des BIP in den Industrieländern im ersten Halbjahr gegenüber dem Vorhalbjahr auf 1,4 %. Die US-amerikanische Wirtschaft dürfte allerdings nahezu normalausgelastet sein, der Arbeitsmarkt zeigt sich in guter Verfassung. In den meisten Industrieländern trägt die zunehmende Beschäftigung, mit den daraus folgenden Einkommenszuwächsen, dazu bei, dass die Konjunkturerholung überwiegend binnenwirtschaftlich getragen ist.

119. In den **Schwellenländern** hat sich die konjunkturelle Lage im ersten Halbjahr 2016 stabilisiert. Die chinesische Wirtschaft konnte trotz der Turbulenzen zu Jahresbeginn robust expandieren. Zudem blieb das Wachstumstempo in Indien hoch. Mit Raten von fast 7,5 % steigt die Wirtschaftsleistung dort von allen großen Schwellenländern am stärksten. Dies dürfte unter anderem damit zusammenhängen, dass Indien im Unterschied zu vielen anderen Schwellenländern ein Rohstoffimporteur ist. In den übrigen großen Schwellenländern ist die Lage im Vergleich dazu nach wie vor weniger günstig. In Russland und Lateinamerika zeichnet sich aber immerhin ein **Ende der Rezessionen** ab. Die Stabilisierung der Rohstoffpreise dürfte hieran einen entscheidenden Anteil haben.

Weder in Russland noch in den Schwellenländern Lateinamerikas ist allerdings mit einer Rückkehr zu den hohen Zuwachsraten der Vergangenheit zu rechnen.

Zum einen ist dies darauf zurückzuführen, dass Russland und die Volkswirtschaften Lateinamerikas große strukturelle Probleme haben (JG 2015 Ziffern 119 ff.). Zum anderen wirkt sich negativ aus, dass die Kapitalzuflüsse in die Schwellenländer seit dem Jahr 2011 im Trend rückläufig sind. Seit dem ersten Quartal 2014 wird per Saldo Kapital aus den Schwellenländern abgezogen (EZB, 2016a).

120. Alles in allem befindet sich die Weltwirtschaft im Herbst 2016 in einer moderaten Erholungsphase. Eine Rückkehr zu den hohen Wachstumsraten der Vorkrisenzeit erscheint aus mehreren Gründen jedoch nicht wahrscheinlich. Das Wachstum bis zum Jahr 2008 war überwiegend schuldenfinanziert und bildet damit einen falschen Maßstab. Hinzu kommt, dass das **Produktivitätswachstum** derzeit überwiegend geringer ist als in den 1990er- und 2000er-Jahren. Dies geht zudem mit vergleichsweise **niedrigen Investitionen** einher. Besonders auffällig ist die schwache Entwicklung der Produktivität in den großen Industrieländern (JG 2015 Ziffern 593 ff.). In den 1990er-Jahren dürfte etwa der Boom der Informations- und Kommunikationstechnologien (IKT) in den Vereinigten Staaten eine wichtige Triebkraft gewesen sein. Weitere Produktivitätsschübe dürften von der Globalisierung und der Vertiefung der Wertschöpfungsketten gekommen sein. Die aktuellen eher protektionistischen Tendenzen und der geringe Ehrgeiz, effizienzsteigernde Reformen umzusetzen, lassen auf diesem Gebiet vorerst keine großen Fortschritte erwarten.
121. Die **geringeren Wachstumsraten des Welthandels** lassen sich einerseits durch das schwächere Wachstum der Weltwirtschaft erklären. [↘ KASTEN 5](#) Andererseits spielen die regionale Verlagerung des Wirtschaftswachstums in die weniger offenen Schwellenländer, strukturelle Anpassungen von großen Volkswirtschaften wie etwa China und ein vorläufiges Ende der Vertiefung der internationalen Arbeitsteilung eine Rolle. Zwar nahm der Protektionismus nach der globalen Krise nicht so stark zu wie nach der Weltwirtschaftskrise 1929, trotzdem zeigen viele Staaten eine Tendenz, ihre Wirtschaft gegen Konkurrenz aus dem Ausland abzuschirmen.

[↘ KASTEN 5](#)

Schwaches Wachstum des Welthandels

In den Jahren seit der globalen Krise im Jahr 2009 ist der **Welthandel langsamer gewachsen** als in den beiden Jahrzehnten zuvor. Nachdem der Welthandel im Zeitraum von 1990 bis 2008 jährlich durchschnittlich um 6,7 % zugenommen hatte, betrug das durchschnittliche Wachstum im Zeitraum von 2011 bis 2015 nur noch 3,9 %. Dies ist einerseits auf das langsamere Wachstum der Weltwirtschaft zurückzuführen (2,6 % statt 2,9 %). Andererseits hat aber die Elastizität des Welthandels in Bezug auf die Wirtschaftsleistung, das heißt das Verhältnis der Wachstumsraten von Welthandel und globalem BIP, abgenommen (JG 2014 Ziffer 101; JG 2015 Ziffern 126 ff.). Die Elastizität sank in den genannten Zeiträumen von durchschnittlich 2,2 auf 1,5. [↘ ABBILDUNG 7 LINKS](#) Diese Beobachtung hat eine breite Diskussion über die Ursachen und die Einordnung als ein konjunkturelles oder strukturelles Phänomen ausgelöst.

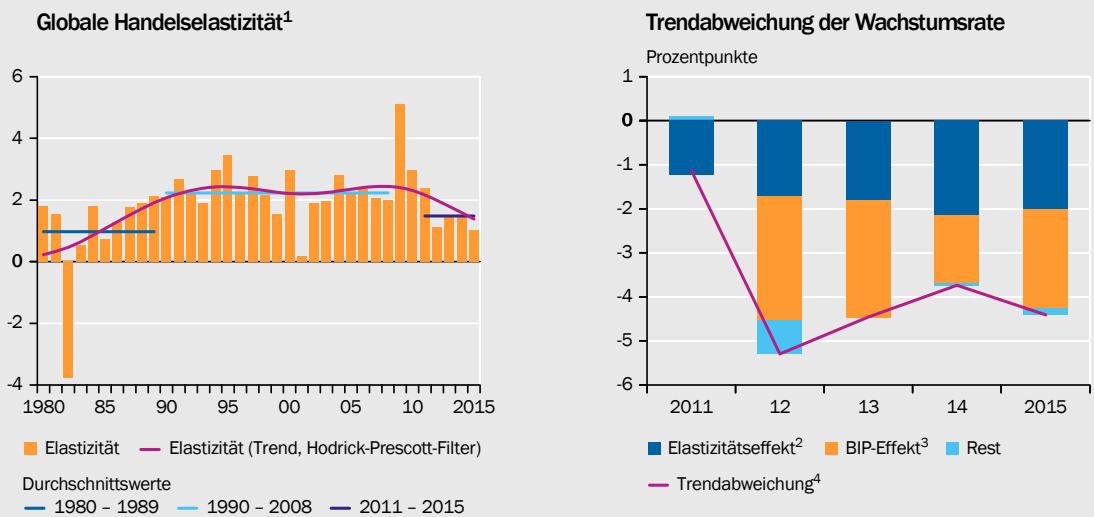
Mit einer einfachen ökonometrischen Schätzung lässt sich der Rückgang der Wachstumsraten des Welthandels zerlegen: in einen Elastizitätseffekt und einen Effekt, der sich aus dem schwächeren BIP-Wachstum ergibt. Hierbei wird anhand von Quartalsdaten eine lineare Gleichung geschätzt, die

das Wachstum des Welthandels durch das Wachstum der globalen Produktion erklärt. **Änderungen der Elastizität** werden durch eine Dummy-Variable berücksichtigt. Laut dieser Schätzung sind für den Zeitraum von 2012 bis 2015 etwa 44 % der Abweichungen der Jahreswachstumsrate des Welthandels von ihrem Vorkrisentrend der veränderten Elastizität zuzuordnen. [↪ ABBILDUNG 7 RECHTS](#)

Als mögliche Gründe für die Verringerung der Elastizität zwischen Welthandel und Weltproduktion lassen sich zwei wichtige **Kompositionseffekte** ausmachen. Der erste bezieht sich auf die regionale Verteilung des Wachstums zwischen verschiedenen Staaten. In den zurückliegenden Jahren haben sich die **Wachstumsbeiträge zum Welt-BIP** von den Industrieländern zu den Schwellenländern **verschoben**. Damit hat der relative Beitrag solcher Staaten zugenommen, die eine geringere Handelselastizität aufweisen. Diese Verschiebung des Wirtschaftswachstums führt dazu, dass die globale Handelselastizität abnimmt. Nach Berechnungen der Deutschen Bundesbank (2016a) lässt sich bei Annahme konstanter länderspezifischer Elastizitäten etwa die Hälfte des Rückgangs der Handelselastizität durch den Verlagerungseffekt erklären.

↪ ABBILDUNG 7

Entwicklung des Welthandels



1 – Verhältnis der Wachstumsraten von Welthandel und Welt-BIP (zu Marktwechsellkursen). 2 – Abweichung, die sich aus neuer Elastizität bei angenommenem trendmäßigen Wachstum des BIP ergibt. 3 – Abweichung, die sich bei neuer Elastizität zusätzlich durch das schwächere Wachstum des BIP erklärt. 4 – Differenz zwischen der tatsächlichen Wachstumsrate des Welthandels und der bei Trendwachstum des BIP und alter Elastizität zu erwartenden Wachstumsrate.

Quellen: CPB, IWF, eigene Berechnungen

Daten zur Abbildung

© Sachverständigenrat | 16-397

Der zweite Kompositionseffekt betrifft die Nachfragekomponenten des BIP. Betrachtet man die Entwicklung seit der Krise, zeigt sich eine **relative Schwäche der Investitionen**. Da die Investitionen mit einem größeren Importanteil als andere Verwendungskomponenten verbunden sind, führt dies zu einem relativen Rückgang der Importnachfrage (Bussière et al., 2013). Die schwachen Investitionen in vielen Volkswirtschaften sind einerseits zyklischer Natur. Andererseits gibt es länderspezifische Entwicklungen wie die Wandlungsprozesse in der chinesischen Volkswirtschaft, die auf eine strukturelle Abschwächung der Nachfrage nach Investitionsgütern hindeuten. [↪ ZIFFER 959](#)

Neben diesen beiden Effekten gibt es noch weitere Gründe, die ein geringeres Wachstum des Welthandels teilweise erklären können: So wurde für die Jahre seit der Krise eine **Ausweitung handelsbeschränkender Maßnahmen** beobachtet (Evenett und Fritz, 2016; OECD, 2016a). Zudem dämpft die zunehmende inländische Produktion von Rohöl in den Vereinigten Staaten den Welthandel.

Ein wichtiger Faktor, der in den Vorkrisen Jahren zu einer Ausweitung der Handelsintensität geführt hat, war die Vertiefung **globaler Wertschöpfungsketten**. Verschiedene Maße deuten auf ein Ende dieser Entwicklung hin. Nach einem Einbruch während der Krise hatte sich der Grad globaler Arbeits-

teilung zunächst wieder etwas erhöht. Allerdings wurde das im Jahr 2008 verzeichnete Niveau nicht wieder erreicht. Bei den Schwellenländern hatte bereits vor der Krise eine Stagnation des Exportanteils von mit globalen Wertschöpfungsketten verbundenen Exporten eingesetzt (IRC Trade Task Force, 2016). Ein Grund hierfür könnte unter anderem eine zunehmende Unsicherheit über die Stabilität stark ausgeweiteter Wertschöpfungsketten sein. Protektionistische Maßnahmen, die eine Produktion vor Ort erforderlich machen, dürften ebenfalls eine Rolle spielen. Am aktuellen Rand zeigt ein von der OECD erstellter Indikator, basierend auf dem Anteil der Zwischenprodukte an der inländischen Nachfrage, eine weitere Abschwächung an (OECD, 2016a). Da die Zahlen zum Welthandel im Gegensatz zum globalen BIP die Zwischenprodukte abbilden, ist die Entwicklung der globalen Wertschöpfungsketten von großer Bedeutung für die globale Handelselastizität.

Bei der Beurteilung der relativ schwachen Entwicklung des Welthandels und für eine Prognose stellt sich die Frage, ob die Handelselastizität des Zeitraums von 1990 bis 2008 ein geeigneter **Referenzwert** für die zu erwartende Entwicklung ist. So war die Zeit seit dem Jahr 1990 durch eine Reihe **historisch einmaliger Ereignisse** geprägt, die zu einer Ausweitung des Welthandels geführt haben: Die vormals sozialistischen Staaten wurden in den Welthandel integriert, es entstanden neue Staaten (und somit neues Potenzial für den Außenhandel), der europäische Binnenmarkt wurde geschaffen, die Welthandelsorganisation (WTO) wurde gegründet, und China öffnete sich zunehmend für den Welthandel. All dies trug dazu bei, dass das Welthandelsvolumen in dieser Zeit besonders stark gestiegen ist. Neben der Reduktion von Handelshemmnissen wie Zöllen im Rahmen der WTO hat eine weitere Reduktion der Handelskosten beispielsweise durch die zunehmende Nutzung von Containern zu dieser Entwicklung beigetragen. Wenn nun diese Wachstumseffekte zurückgehen und **keine neuen Impulse** für mehr Welthandel sorgen, dürften auf absehbare Zeit nicht wieder so hohe Werte für die Handelselastizität erreicht werden.

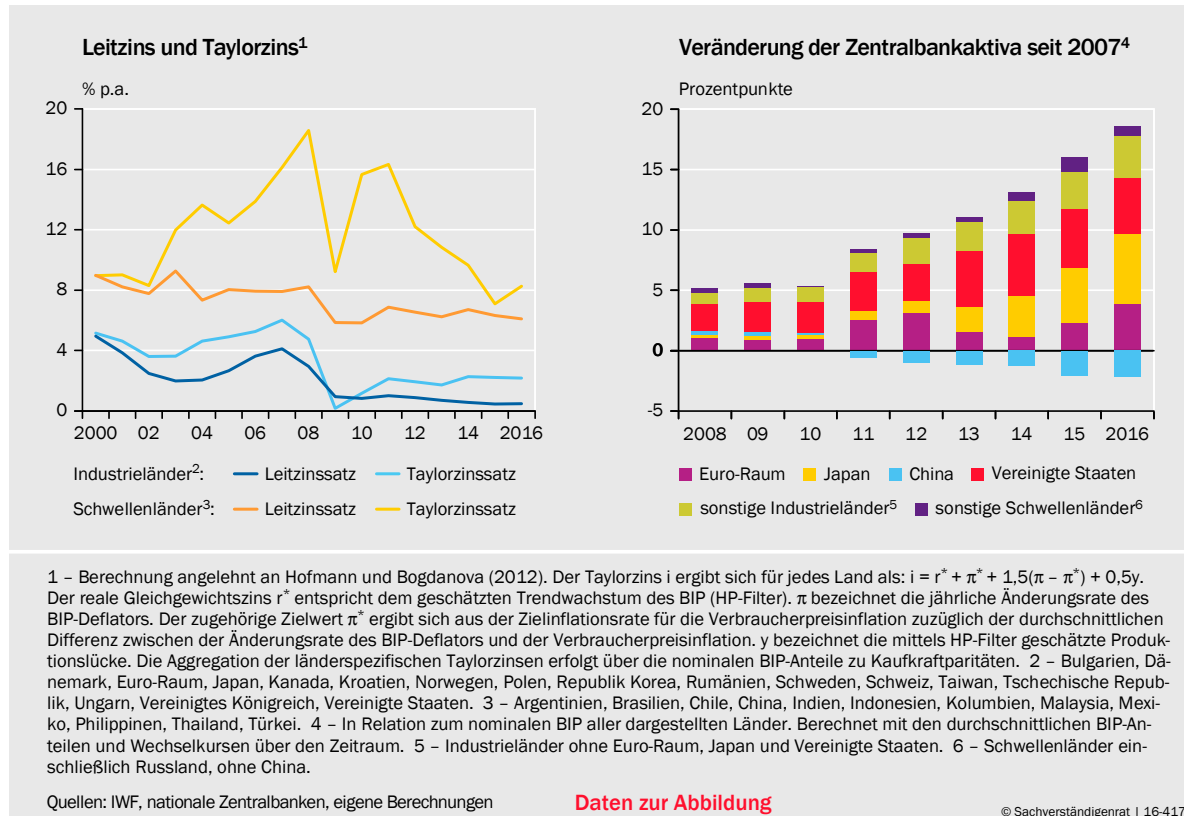
Der Handel ist potenziell ein wichtiger Faktor für die **Produktivitätsentwicklung**. Eine Ausweitung des globalen Handels und globaler Produktionsketten ermöglicht unter anderem die verbesserte Allokation von Ressourcen, internationale Spezialisierung und Skaleneffekte durch größere Produktmärkte. Das schwache Wachstum des Welthandels ist somit ein möglicher Grund für das weltweit beobachtete schwache Produktivitätswachstum in den vergangenen Jahren. Handelsfördernde Maßnahmen könnten ein wieder stärkeres Produktivitätswachstum begünstigen (OECD, 2016a). Die Umsetzung der Freihandelsabkommen CETA, TTIP und TPP bietet dafür geeignete Ansatzpunkte.

- 122.** Das Wachstum der Weltwirtschaft wird vor allem von der **sehr expansiven Geldpolitik** getragen. In den Industrie- und Schwellenländern ist das Zinsniveau außergewöhnlich niedrig und unterhalb jener Zinsen, die gemäß einfacher Taylor-Regeln angemessen wären. [↪ ABBILDUNG 8 LINKS](#) In den zurückliegenden Jahren haben die großen Zentralbanken der Industrieländer die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zudem mit umfangreichen quantitativen Lockerungsmaßnahmen unterstützt. Die Zentralbankbilanzen sind in Relation zum Welt-BIP drastisch gestiegen. [↪ ABBILDUNG 8 RECHTS](#)

Während die US-amerikanische Federal Reserve (Fed) die Bilanzausweitung inzwischen beendet hat, steigen die Bilanzsummen der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bank of Japan (BoJ) weiter deutlich an. Durch die massiven Käufe von Staatsanleihen und weiteren Wertpapieren nähert sich die Bilanzsumme der BoJ inzwischen der Höhe des japanischen BIP an. Die Bank of England (BoE) hatte die Lockerungsmaßnahmen bereits gestoppt. Nach dem Brexit-Votum lockerte sie jedoch die Geldpolitik erneut und behält sich im Falle negativer Entwicklungen weitere Maßnahmen vor.

▸ **ABBILDUNG 8**

Leitzins und Taylorzins sowie Aktiva der Zentralbanken ausgewählter Länder und Ländergruppen



123. Die weltweit expansive Ausrichtung der Geldpolitik ist mit mehreren Problemen verbunden. Das derzeitige **Wachstum** der Weltwirtschaft dürfte sich als **nicht nachhaltig** erweisen. Dauerhaft höhere Wachstumsraten lassen sich durch geldpolitische Maßnahmen nicht erzielen. Eine nachhaltig stärkere Expansion der Wirtschaft kann nur durch Steigerungen der Produktivität und der Wettbewerbsfähigkeit in den einzelnen Ländern erreicht werden. Aufgabe der Geldpolitik ist es hingegen, stabilisierend auf Preise und Wirtschaftsaktivität einzuwirken. Ihre expansiven Effekte wirken nur temporär auf die Wirtschaftsleistung.

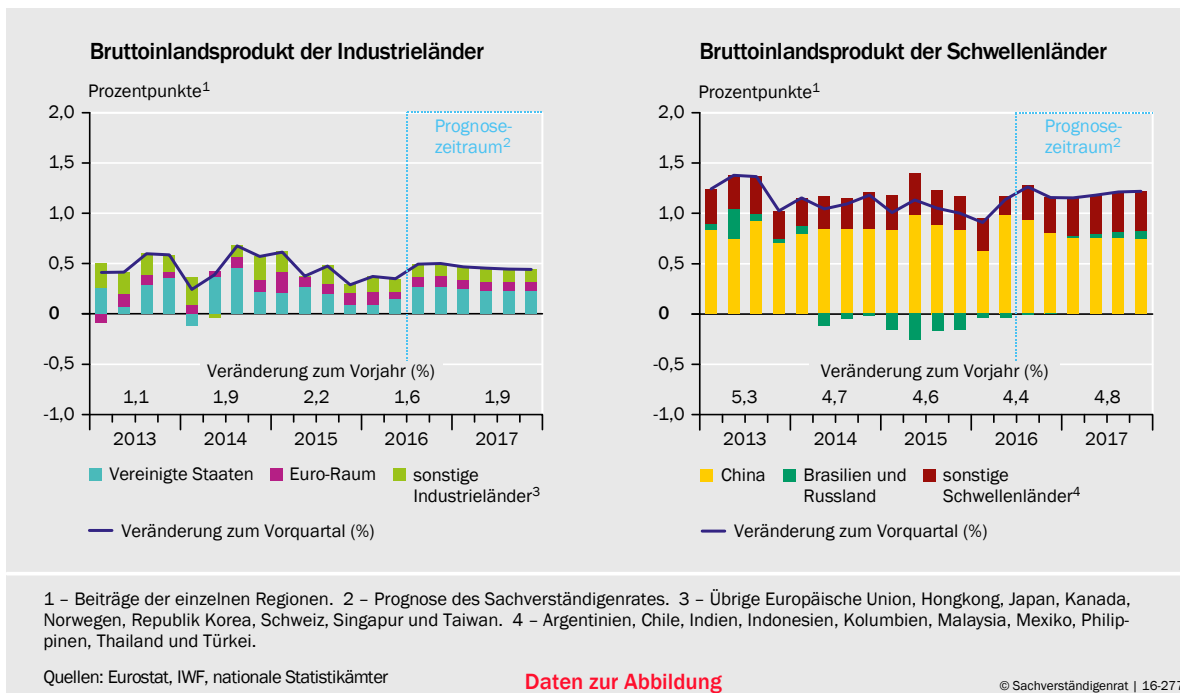
Zudem resultiert aus der gegenwärtigen Situation, in der alle großen Zentralbanken eine extrem expansive Geldpolitik verfolgen, der **Fehlansatz, die lockere Geldpolitik zu lange fortzusetzen**. Denn die Zentralbank, die aufgrund einer besseren konjunkturellen Lage zuerst aus der expansiven Geldpolitik aussteigt, riskiert eine kräftige Währungsaufwertung. Dies hätte negative Folgen für die Exportwirtschaft, wie zuletzt in den Vereinigten Staaten zu beobachten war. Es besteht somit eine Situation ähnlich zu einem Gefangenendilemma, in dem ein gemeinsamer Ausstieg für alle am besten wäre. Jede Zentralbank allein hat aber den Anreiz, expansiv zu bleiben.

2. Ausblick

124. Für den Prognosezeitraum ist in den Industrieländern mit einer Fortsetzung des moderaten Aufschwungs zu rechnen. ▸ **ABBILDUNG 9 LINKS** In den **Vereinigten Staaten** dürfte die Wirtschaft, gestützt auf die gute Arbeitsmarktentwicklung, in der zweiten Jahreshälfte 2016 wieder stärker expandieren und für das

▾ **ABBILDUNG 9**

Voraussichtliche wirtschaftliche Entwicklung der Industrie- und Schwellenländer



Jahr 2017 ist mit einem kräftigeren Wachstum zu rechnen. ▾ [ZIFFERN 131 FF.](#) In **Japan** ist angesichts der weiterhin expansiven Ausrichtung der Geld- und Fiskalpolitik ebenfalls von einer Fortsetzung des Aufschwungs auszugehen. Aufgrund des vor allem demografisch bedingt niedrigen Potenzialwachstums können hier aber keine hohen Wachstumsraten erwartet werden. ▾ [ZIFFERN 147 FF.](#)

Für das **Vereinigte Königreich** ist trotz des Brexit-Votums im Juni des Jahres 2016 eher nicht mit einem Einbruch der Konjunktur zu rechnen. ▾ [ZIFFERN 153 FF.](#) Für den **Euro-Raum** erwartet der Sachverständigenrat eine Fortsetzung der Erholung. Diese bleibt jedoch vornehmlich durch die expansive Geldpolitik getrieben und verdeckt ungelöste strukturelle Probleme. ▾ [ZIFFERN 157 FF.](#)

- 125.** In den **Schwellenländern** erwartet der Sachverständigenrat einen Anstieg der Zuwachsraten. ▾ [ABBILDUNG 9 RECHTS](#) Zwar hat sich das chinesische Wachstum verlangsamt, im Prognosezeitraum ist dort jedoch weiterhin mit Wachstumsraten über 6 % zu rechnen. ▾ [ZIFFERN 141 FF.](#) Zudem wird sich das starke Wachstum in Indien fortsetzen. Die Stabilisierung der Rohstoffpreise trägt dazu bei, dass in vielen Schwellenländern mit einer wirtschaftlichen Erholung zu rechnen ist.

Insgesamt geht der Sachverständigenrat für das Jahr 2016 von einem **Zuwachs der Weltproduktion** um 2,5 % aus. Für das Jahr 2017 wird ein Anstieg um 2,8 % erwartet. Im Einklang damit ergibt sich für die Jahre 2016 und 2017 eine Prognose für den Zuwachs des Welthandels nach dem Messkonzept des niederländischen Centraal Planbureau (CPB) um 0,3 % beziehungsweise 2,7 %. ▾ [TABELLE 1](#)

3. Chancen und Risiken

- 126.** Die Entwicklung der Weltwirtschaft unterliegt zahlreichen **Risiken**. Hierzu zählen neben den fortbestehenden geopolitischen Krisen ein Anstieg der politischen

Unsicherheit in den Vereinigten Staaten und in Europa, eine unerwartete Eintrübung der Wirtschaftslage in China und mögliche Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten. Für die Prognose wird angenommen, dass keines dieser Risiken eintritt. Neben den genannten Risiken ergeben sich **Chancen** für ein stärkeres Wachstum. So scheint eine besser als erwartete Entwicklung in den Vereinigten Staaten etwa infolge einer dynamischeren Erholung des Häusermarkts denkbar. Die Stabilisierung der Rohstoffpreise könnte zudem in den Schwellenländern eine kräftigere Belebung begünstigen.

↳ TABELLE 1

Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise ausgewählter Länder

Land/Ländergruppe	Gewicht in % ¹	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise		
		Veränderung zum Vorjahr in %					
		2015	2016 ²	2017 ²	2015	2016 ²	2017 ²
Europa	29,8	1,8	1,6	1,6	1,4	1,1	2,0
Euro-Raum	17,8	2,0	1,6	1,4	0,0	0,2	1,3
Vereinigtes Königreich	4,4	2,2	1,9	1,4	0,0	0,7	2,4
Russland	2,0	- 3,7	- 1,4	1,2	15,5	7,2	6,3
Mittel- und Osteuropa ³	1,7	3,6	3,0	3,3	- 0,4	- 0,3	0,9
Türkei	1,1	4,0	3,2	3,4	7,7	8,0	8,3
andere Länder ⁴	2,8	1,8	1,8	1,9	0,3	0,9	1,3
Amerika	36,8	2,0	1,1	2,1	1,9	3,1	3,4
Vereinigte Staaten	27,7	2,6	1,5	2,3	0,1	1,1	2,2
Lateinamerika ⁵	3,9	2,5	0,5	1,9	9,7	13,5	10,0
Brasilien	2,7	- 3,9	- 3,3	0,2	9,0	9,0	7,0
Kanada	2,4	1,1	1,0	1,5	1,1	1,5	1,9
Asien	33,4	5,1	4,9	4,8	1,7	2,0	2,2
China	17,2	6,9	6,6	6,3	1,4	2,4	2,3
Japan	6,3	0,5	0,6	0,7	0,8	- 0,3	0,4
asiatische Industrieländer ⁶	3,8	2,1	2,1	2,4	0,6	1,0	1,4
Indien	3,2	7,6	7,3	7,4	4,9	5,3	5,2
südostasiatische Schwellenländer ⁷	2,8	4,6	4,8	4,9	3,3	2,3	3,1
Insgesamt	100	3,0	2,5	2,8	1,7	2,1	2,6
Industrieländer ⁸	67,0	2,2	1,6	1,9	0,2	0,7	1,7
Schwellenländer ⁹	33,0	4,7	4,4	4,8	4,6	5,0	4,4
nachrichtlich:							
exportgewichtet ¹⁰	100	2,3	2,1	2,3	.	.	.
nach dem Messkonzept des IWF ¹¹	100	3,1	3,0	3,4	.	.	.
Welthandel ¹²		2,5	0,3	2,7	.	.	.

1 – Anteil des nominalen BIP des Jahres 2015 in US-Dollar der aufgeführten Länder beziehungsweise Ländergruppen am nominalen BIP insgesamt. 2 – Prognose des Sachverständigenrates. 3 – Bulgarien, Kroatien, Polen, Rumänien, Tschechische Republik und Ungarn. 4 – Dänemark, Norwegen, Schweden und Schweiz. 5 – Argentinien, Chile, Kolumbien und Mexiko. 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 2015. 11 – Gewichte nach Kaufkraftparitäten und hochgerechnet auf den Länderkreis des IWF. 12 – Nach dem Messkonzept des CPB.

Quellen: CPB, Eurostat, IWF, nationale Statistikämter, OECD

© Sachverständigenrat | 16-274

Daten zur Tabelle

127. Besondere Aufmerksamkeit gilt den politischen Entwicklungen in Europa. Ein zentraler Punkt ist die ungeklärte politische und ökonomische Beziehung zwischen dem **Vereinigten Königreich** und der EU. Bislang hatte die **Volksbefragung** keine schwerwiegenden realwirtschaftlichen Folgen. Dies deutet darauf hin, dass überwiegend eine Lösung erwartet wird, die den wirtschaftlichen Schaden begrenzt. Sollte sich keine Annäherung zwischen den politischen Standpunkten abzeichnen, ist mit erheblich stärkeren Effekten auf die Investitionen, den Handel und die Beschäftigung im Vereinigten Königreich zu rechnen.
128. Die politischen Risiken in Europa sind nicht auf die Unsicherheit rund um das Brexit-Votum beschränkt. Besorgniserregend ist, dass in vielen Mitgliedstaaten Parteien an den Rändern des politischen Spektrums einen hohen Zulauf verzeichnen. Die **Fliehkräfte innerhalb Europas** sind hoch, und es ist unklar, in welche Richtung sich Europa politisch entwickeln wird. Einige Mitgliedstaaten weisen zudem instabile Regierungsverhältnisse auf. So steht in Italien ein Referendum über eine Verfassungsreform bevor, dessen politische Auswirkungen momentan nicht absehbar sind.
129. Nicht zuletzt besteht nach wie vor das Risiko eines **Wiederaufflammens der Euro-Krise**. Anlass zur Sorge bietet etwa die Lage in Portugal. Mit Ausnahme der kanadischen Ratingagentur DBRS haben alle relevanten Ratingagenturen portugiesische Staatsanleihen inzwischen auf ein Niveau unter „Investment Grade“ herabgestuft. Sollte DBRS diesem Beispiel folgen, würden portugiesische Staatsanleihen nicht länger die Bedingungen des Staatsanleihekaufprogramms der EZB erfüllen. Zudem könnten sie von portugiesischen Banken nicht mehr im Rahmen ihrer Refinanzierungsgeschäfte mit der EZB verwendet werden. Ein neues Hilfsprogramm für Portugal wäre dann nicht auszuschließen. Mögliche Risiken für den Euro-Raum bergen zudem die ungelösten Probleme im Bankensektor, insbesondere die geringe Kapitalisierung und die weiterhin hohen Bestände an notleidenden Krediten, beispielsweise in Italien und Portugal.
↘ ZIFFERN 478 FF., 514 FF.
130. Risiken für **die Stabilität der internationalen Finanzmärkte** gehen von der zögerlichen geldpolitischen Straffung in den Vereinigten Staaten aus. Ein rechtzeitiger Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik wäre wichtig, um das Tempo der Zinsschritte moderat zu halten. Momentan scheint die Fed den Ausstieg jedoch zu verzögern. ↘ ZIFFER 136 Dies könnte später eine zügigere Straffung erforderlich machen. Hieraus erwächst die Gefahr, dass die internationalen Kapitalströme sich abrupt umkehren und die Währungen einiger Schwellenländer stark abwerten. Vor allem für jene Schwellenländer, die stark in Fremdwährung verschuldet sind, birgt dies ein Risiko.

II. KONJUNKTUR AUSSERHALB DES EURO-RAUMS

1. Vereinigte Staaten: Globale Rahmenbedingungen schwächen Unternehmensinvestitionen

131. Die Konjunkturindikatoren der Vereinigten Staaten senden derzeit **unterschiedliche Signale**. Auf der einen Seite zeigt sich der Arbeitsmarkt in einer guten Verfassung. Auf der anderen Seite sind die Zuwachsraten des BIP seit dem dritten Quartal des vergangenen Jahres deutlich zurückgegangen. Die annualisierte Zuwachsrate gegenüber dem Vorhalbjahr betrug im ersten Halbjahr 2016 nur noch 1,0 %. Im Vergleich hierzu konnte die Wirtschaft im gesamten Jahr 2015 um 2,6 % zulegen.

Vor allem die Unternehmensinvestitionen haben sich schwach entwickelt. So war insbesondere ein **Rückgang der Investitionstätigkeit** in der Ölindustrie zu beobachten. [↘ ABBILDUNG 10 OBEN LINKS](#) Ferner hat sich das Investitionsklima der exportorientierten Unternehmen verschlechtert. Ursache ist die deutliche effektive Aufwertung des US-Dollar in den Vorjahren, die dazu beitrug, dass die Exportnachfrage nahezu stagnierte. Im zweiten Quartal kam es darüber hinaus zu einem Rückgang der Wohnungsbauinvestitionen. Der private Konsum nahm im ersten Halbjahr 2016 mit annualisiert 2,4 % weiterhin kräftig zu, wenngleich weniger stark als im gesamten Jahr 2015 mit 3,2 %.

132. Die konjunkturelle Entwicklung seit der Finanzkrise im Jahr 2008 ist gekennzeichnet durch eine **historisch schwache Produktivitätsentwicklung**. Im Zeitraum von 2011 bis 2015 lässt sich der weit überwiegende Teil des Produktionsanstiegs durch eine Zunahme des Arbeitsvolumens erklären. [↘ ABBILDUNG 10 OBEN RECHTS](#) Verbesserungen der Arbeitsproduktivität machen hingegen nur 0,4 Prozentpunkte der jahresdurchschnittlichen Zuwachsrate von 2,1 % des BIP aus. Der geringere Anstieg der Arbeitsproduktivität dürfte neben Kompositionseffekten auf dem Arbeitsmarkt – durch die Wiedereinstellung von geringqualifizierten Beschäftigten – vor allem auf strukturelle Faktoren zurückgehen (Gordon, 2012; Fernald, 2015; IWF, 2015a). Zu nennen sind die auslaufenden Effekte der IKT-Innovationen. Für die kommenden Jahre ist daher nicht von deutlichen Impulsen der Arbeitsproduktivität auf das Wachstum des Produktionspotenzials auszugehen.

133. Der Arbeitsmarkt entwickelt sich weiterhin dynamisch. Die Beschäftigung stieg im bisherigen Jahresverlauf mit durchschnittlich 178 000 Personen im Monat weiter deutlich an. [↘ ABBILDUNG 10 UNTEN LINKS](#) Nach Schätzungen des Congressional Budget Office (CBO) ist der Arbeitsmarkt aber noch leicht unterausgelastet (CBO, 2016). So befindet sich die aktuelle Arbeitslosenquote von 5,0 % im September 2016 leicht über der vom CBO geschätzten natürlichen Arbeitslosenquote von 4,7 %. Zudem liegt die Partizipationsquote laut CBO leicht unter ihrem Potenzialniveau. Jedoch sind die Schätzungen der natürlichen Arbeitslosenquo-

te und der potenziellen Partizipationsquote mit Unsicherheit verbunden. So geht etwa die OECD (2016b) von einem Wert von 4,9 % für die gleichgewichtige Arbeitslosenquote aus. Gemessen an diesem Wert wäre der Arbeitsmarkt im Jahresverlauf sogar zeitweise leicht überausgelastet gewesen. Frühere wissenschaftliche Studien weisen zudem deutlich höhere Werte für die natürliche Arbeitslosenquote NAIRU auf (Weidner und Williams, 2011; Daly et al., 2012). Für eine gute Lage am Arbeitsmarkt spricht ferner, dass die Nominallöhne zuletzt wieder stärker anstiegen.

134. Die gute Arbeitsmarktsituation ging mit einem kräftigen Anstieg der realen verfügbaren Einkommen und der privaten Konsumausgaben einher. Positiv auf die Konsumnachfrage dürfte zudem die **verbesserte Vermögenssituation der privaten Haushalte** gewirkt haben (Vermögenseffekt). Hierzu haben die gestiegenen Aktienkurse und Immobilienpreise beigetragen. Es ist davon auszugehen, dass in den Vereinigten Staaten bei einem Anstieg des Nettovermögens um 1 % der private Verbrauch um etwa 0,1 % zunimmt (Iacoviello und Neri, 2010; Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, 2013). In Relation zum verfügbaren Einkommen stiegen die Nettovermögen seit den Tiefstständen nach der Krise kräftig an und befinden sich nahezu wieder auf dem Niveau der Vorkrisenjahre.

Die bessere Nettovermögensposition fiel mit einer **sinkenden Verschuldungsquote** der privaten Haushalte zusammen. Das nominale Volumen der ausstehenden Hypothekenkredite liegt derzeit sogar noch etwa 10 % unter dem Vorkrisenwert. Die Quote der Hypothekenkredite in Relation zu den verfügbaren Einkommen ist entsprechend seit dem Höchststand im Jahr 2007 um 31 Prozentpunkte gefallen. [↘ ABBILDUNG 10 UNTEN RECHTS](#)

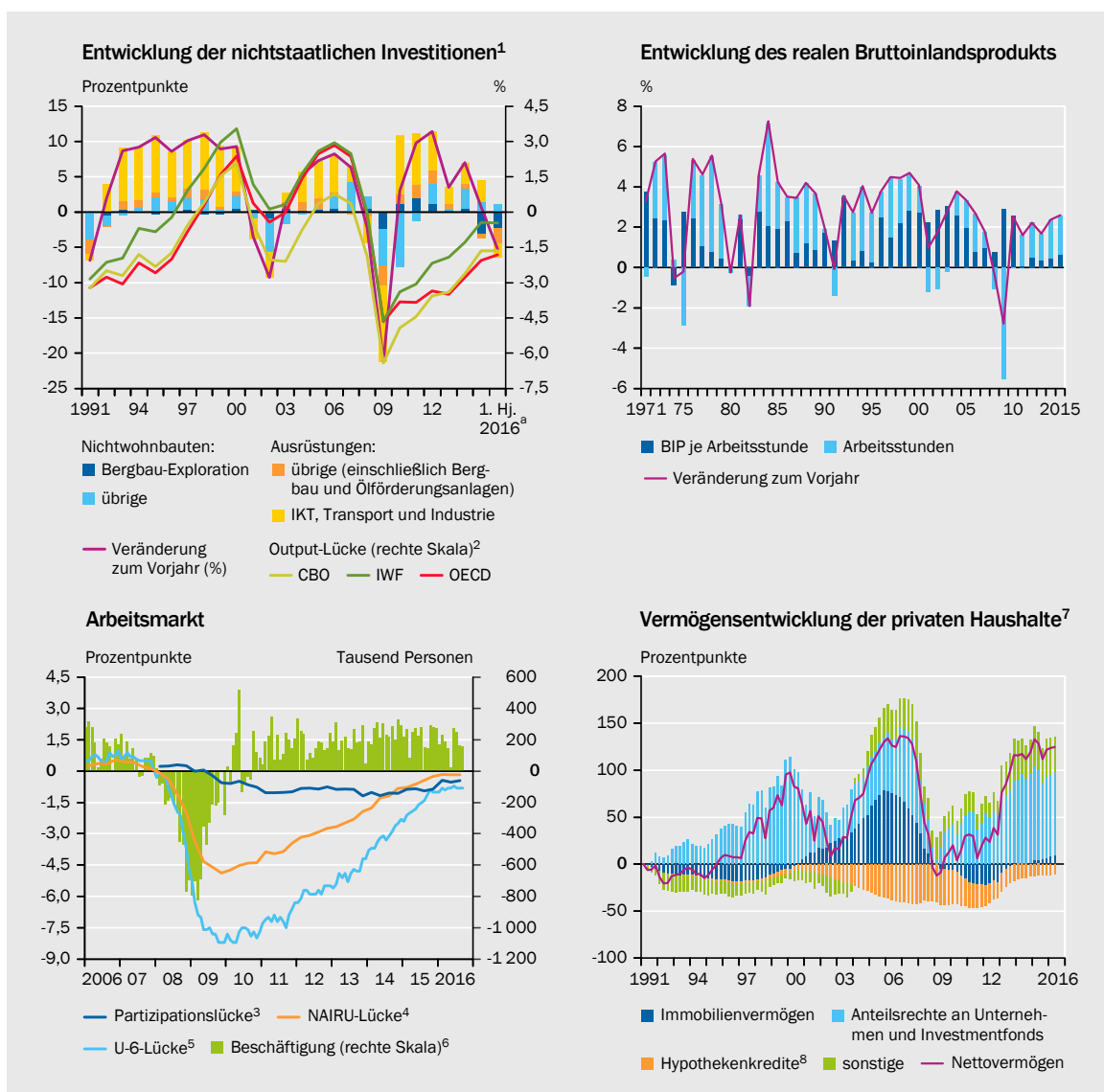
135. Die Erholung am **Immobilienmarkt** hat sich zuletzt verlangsamt. Nach zum Teil kräftigen Anstiegen der Investitionen in Wohnbauten war zur Jahresmitte 2016 ein Rückgang der Bautätigkeit zu verzeichnen. Insgesamt ist immer noch davon auszugehen, dass ein gewisser Nachholbedarf seitens der Wohnungsbauinvestitionen vorhanden ist. Darauf deuten Indikatoren wie die Baugenehmigungen, Baufertigstellungen oder die relativ niedrige Wohnungsbauinvestitionsquote hin. Die Hauspreise sind seit dem vergangenen Jahr weiter gestiegen. Der Hauspreisindex der Federal Housing Finance Agency (FHFA) liegt seit Ende des Jahres 2015 nominal über den Vorkrisenhöchstständen. Bereinigt um die Verbraucherpreisinflation liegen die Hauspreise aber noch deutlich unter den Höchstständen des Jahres 2007.
136. Die **US-amerikanische Zentralbank Fed** hat am Jahresende 2015 zum ersten Mal seit Juni 2006 ihren Leitzins erhöht. Seitdem hat die Fed den Leitzins aber nicht weiter angehoben. Im Dezember 2015 lagen die Medianwerte der Prognosen der Mitglieder des Federal Open Market Committee (FOMC) für die Steigerungsraten der Konsumentenpreise und des BIP im Jahr 2016 bei 1,6 % beziehungsweise 2,4 %. Aufgrund dieser Erwartungen wurden für den Leitzins weitere Zinserhöhungen unterstellt, sodass zum Jahresende 2016 ein Niveau von 1,4 % erreicht worden wäre.

Jedoch mussten diese Konjunkturerwartungen im bisherigen Jahresverlauf 2016 nach unten revidiert werden. So blieb der **Preisanstieg** für private Konsum-

ausgaben (PCE) mit durchschnittlich 0,9 % gegenüber dem Vorjahresmonat bisher deutlich **unter dem Zielwert** von 2 %. Hierzu trugen maßgeblich die gefallenen Energiepreise und die Aufwertung des US-Dollar bei. Hingegen fällt die Kerninflationsrate deutlich höher aus. Für den PCE-Preisindex lag diese im August 2016 bei 1,7 % und für den Verbraucherpreisindex sogar bei 2,3 %. Die schwache Entwicklung der **Unternehmensinvestitionen** dürfte ebenfalls dazu beigetragen haben, dass die Fed damit zögert, die Zinsen zu erhöhen. Ferner ist davon auszugehen, dass die Ausrichtung der Geldpolitik in anderen Regionen der Welt eine Rolle spielt. Mit einer geldpolitischen Straffung der Fed könnte eine weitere Aufwertung des US-Dollar verbunden sein, mit dämpfenden Effekten auf Konjunktur und Preisentwicklung in den Vereinigten Staaten.

▸ ABBILDUNG 10

Wirtschaftsindikatoren für die Vereinigten Staaten



1 – Ohne Wohnungsbau und geistiges Eigentum. 2 – Reales BIP abzüglich Produktionspotenzial in Relation zum Produktionspotenzial. 3 – Differenz zwischen tatsächlicher und potenzieller Partizipationsquote (eigene Berechnung anhand einer Schätzung des CBO, 2016). 4 – Strukturelle Arbeitslosenquote (CBO, 2016) abzüglich der Arbeitslosenquote. 5 – Vorkrisendurchschnitt der Arbeitslosenquote U-6 (8,9 % für den Zeitraum 1994 bis 2007) abzüglich 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 – Veränderung zum Vormonat. 7 – In Relation zum verfügbaren Einkommen; Veränderung der Quoten im Vergleich zum 1. Quartal 1991; einschließlich private Organisationen ohne Erwerbszweck. 8 – Negativer Wert entspricht einem Anstieg. a – Investitionen: annualisierte Veränderungen zum Vorhalbjahr. Output-Lücke: Schätzungen für das Gesamtjahr 2016.

Quellen: BEA, BLS, CBO, Europäische Kommission, Fed, IWF, OECD, eigene Berechnungen

Daten zur Abbildung

137. Von der **Fiskalpolitik** werden im Jahr 2016 wohl keine Impulse auf die Konjunktur ausgehen. In den vergangenen Jahren wurde das öffentliche Finanzierungsdefizit im Wesentlichen dadurch reduziert, dass die Einnahmen deutlich stärker stiegen als die Ausgaben. Gegenüber einem Defizit in Höhe von 2,5 % im Fiskaljahr 2015 geht das CBO für das Jahr 2016 von einem Anstieg des Defizits auf dann 3,2 % aus. Im März 2017 läuft eine im Jahr 2015 beschlossene Aussetzung der gesetzlichen Schuldenobergrenze aus. Inwiefern hieraus erneute politische Unsicherheiten entstehen, hängt insbesondere vom Ausgang der **Präsidentenwahl** am 8. November 2016 ab.
138. Fiskalpolitisch planen die beiden aussichtsreichsten Kandidaten, Clinton und Trump, die öffentlichen Investitionen auszuweiten. Im Wahlprogramm von Clinton sind zusätzliche Mehrausgaben für die Finanzierung der Hochschulausbildung vorgesehen. Den **Ausgabensteigerungen** steht bei ihr eine Erhöhung der Steuern für hohe Einkommen gegenüber. Trump fordert hingegen eine breit angelegte deutliche Steuersenkung. Diese würde allerdings mit beträchtlichen Einnahmeausfällen und einem deutlichen Anstieg der Staatsverschuldung einhergehen (Nunns et al., 2016).
139. Beide Kandidaten lehnen das ausverhandelte Abkommen mit verschiedenen Pazifikanrainern (Trans-Pacific Partnership, TPP) ab. Darüber hinaus äußerte sich Trump kritisch über bestehende Handelsabkommen der Vereinigten Staaten wie das Nordamerikanische Freihandelsabkommen (NAFTA) und forderte wiederholt hohe Importzölle gegenüber Staaten wie China und Mexiko (Noland et al., 2016). Insgesamt sind von beiden Kandidaten **keine Impulse für eine weitere Handelsliberalisierung** zu erwarten. Sollten Trumps Forderungen umgesetzt werden, wäre dies ein Rückschlag für den Freihandel.
140. Es ist zu erwarten, dass die US-amerikanische Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte 2016 wieder stärker expandiert. Darauf deuten Frühindikatoren sowie die gute Arbeitsmarktentwicklung hin. Zudem dürften die Kapazitätsanpassung in der Ölindustrie und der Lagerabbau zu einem Ende kommen. Das BIP wird in den Jahren 2016 und 2017 voraussichtlich um 1,5 % beziehungsweise 2,3 % zunehmen. Die Zuwachsraten fallen angesichts des kräftigen Anstiegs der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter moderat aus. Gründe hierfür sind die weiterhin mäßige Produktivitätsentwicklung sowie die schwache Exportnachfrage aus wichtigen Absatzländern wie dem Euro-Raum oder China.

2. China: Wachstum nach Plan

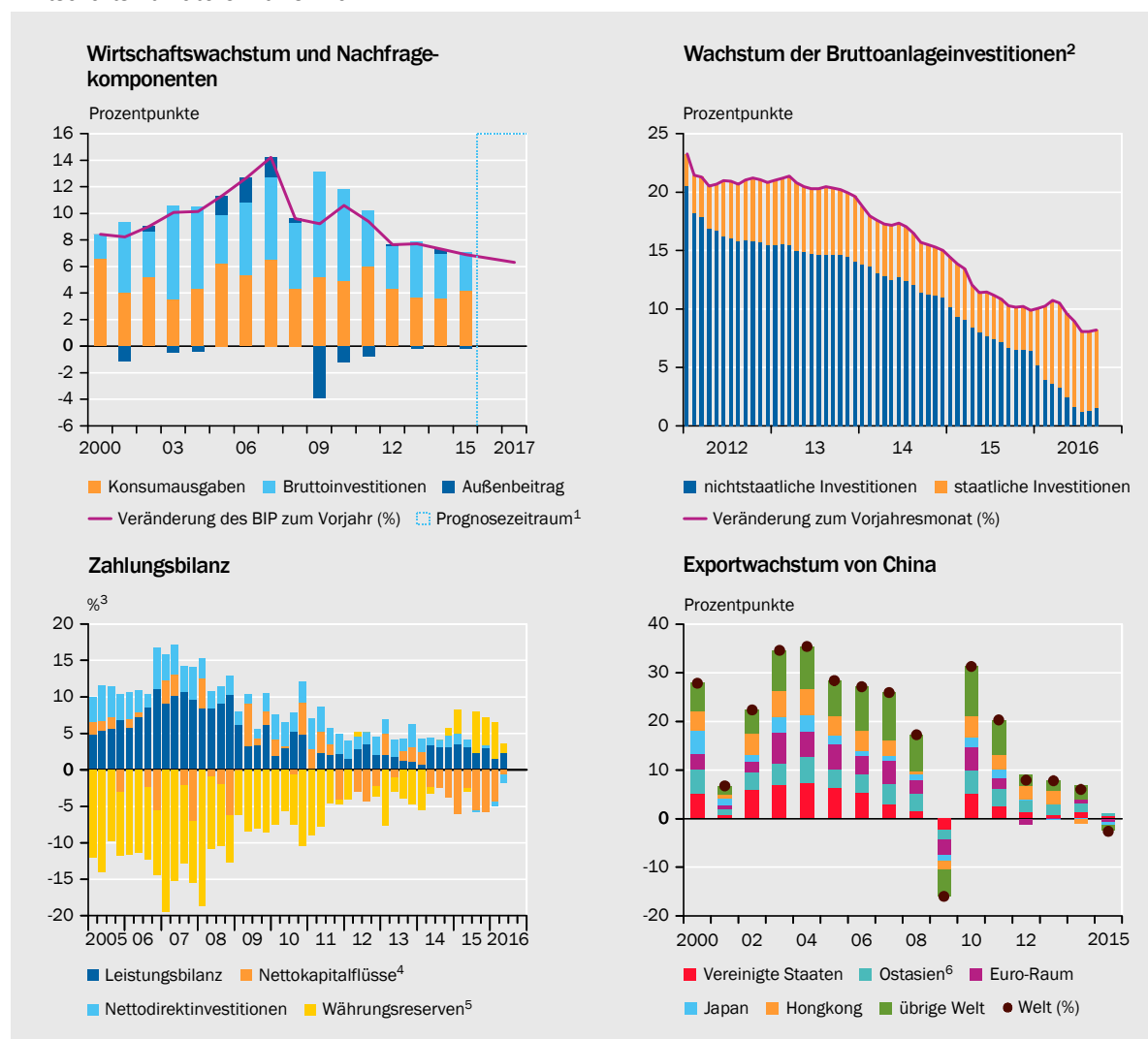
141. In den vergangenen zwei Jahrzehnten lag die jahresdurchschnittliche Wachstumsrate des chinesischen BIP bei knapp 10 %. Seit dem Jahr 2007 sind die Wachstumsraten allerdings im Trend zurückgegangen auf zuletzt nur noch 6,9 % im Jahr 2015. [↪ ABBILDUNG 11 OBEN LINKS](#) Im ersten Halbjahr 2016 lag der Produktionsanstieg annualisiert mit knapp 6 % sogar noch niedriger. Jedoch war im zweiten Quartal eine deutliche Belebung zu beobachten.
142. Die **Investitionen** tragen immer weniger zum Wachstum bei. [↪ ABBILDUNG 11 OBEN LINKS](#) Während ihr Beitrag zum Wirtschaftswachstum im Zeitraum von 2006

bis 2010 durchschnittlich 6,3 Prozentpunkte betragen hatte, waren es in den vergangenen fünf Jahren nur noch 3,6 Prozentpunkte. Dabei ist das Wachstum der nichtstaatlichen Bruttoanlageinvestitionen kontinuierlich gesunken und zuletzt fast zum Erliegen gekommen. [↘ ABBILDUNG 11 OBEN RECHTS](#)

143. In der Vergangenheit hat die chinesische Führung stark von ihren wirtschaftspolitischen Möglichkeiten Gebrauch gemacht, um die Ziele ihrer Fünfjahrespläne zu erreichen. Die **Fiskalpolitik** ist daher bereits stark expansiv. Das strukturelle Defizit der Regierung lag im Jahr 2015 bei 2,4 % (IWF, 2016a). Dabei sind die außerbudgetären Ausgaben, beispielsweise der regionalen Regierungen, noch nicht eingerechnet. Diese können in China bis zu 8,4 % des BIP ausmachen (JG 2014 Ziffer 115). [↘ ABBILDUNG 129](#) Seit Anfang des Jahres 2016 versucht der Staat zudem verstärkt, das sinkende Wachstum der Bruttoanlageinvestitionen mit staatlichen Investitionen auszugleichen. [↘ ABBILDUNG 11 OBEN RECHTS](#) Daneben

[↘ ABBILDUNG 11](#)

Wirtschaftsindikatoren für China



1 - Prognose des Sachverständigenrates. 2 - Kumulierte Investitionen des jeweiligen Jahres bis zum betrachteten Monat im Vergleich zum Vorjahresmonat. Januarwerte linear interpoliert. Anfang 2016 kam es zu einer größeren Umbuchung zwischen nichtstaatlichen und staatlichen Unternehmen, ausgelöst durch den staatlichen Bail-Out im Jahr 2015. Es kam zu einem Anstieg in den Kategorien „LLC: State Sole Proprietor“ und „LLC: Other“, wohingegen die Kategorien „Collective Enterprise“, „Other Enterprise“ und „Private Enterprise“ stark zurückgegangen sind. 3 - In Relation zum nominalen BIP. 4 - Ohne Direktinvestitionen und ohne Währungsreserven. 5 - Einschließlich Gold, SZR und Einlagen beim IWF. 6 - Ostasien und Pazifik ohne Hongkong und Japan.

Quellen: IWF, National Bureau of Statistics of China

© Sachverständigenrat | 16-382

Daten zur Abbildung

hat die **Geldpolitik** mit expansiven Maßnahmen dafür gesorgt, dass die kurzfristigen Realzinsen nur noch knapp über Null liegen.

144. Der Außenhandel trägt kaum zum Anstieg des BIP bei. [↘ ABBILDUNG 11 OBEN LINKS](#) Im Jahr 2015 sind die chinesischen Exporte sogar gesunken. Die **schwache Ausfuhrentwicklung** ist unter anderem auf die effektive Aufwertung des Renminbi seit dem Jahreswechsel 2014/15 zurückzuführen (JG 2015 Ziffer 149). Regional sind in den zurückliegenden Jahren vor allem die Wachstumsbeiträge der Vereinigten Staaten, Hongkongs und des Euro-Raums zum chinesischen Exportwachstum auffällig zurückgegangen. [↘ ABBILDUNG 11 UNTEN RECHTS](#)

Im August 2015 ließ die Regierung eine Abwertung des Renminbi zu. Um die Währung zu stützen und die Abwertung zu steuern, reduzierte China seit dem Jahr 2014 seine Währungsreserven um fast 20 %. Nach wie vor sind die Währungsreserven des Landes aber sehr hoch. Seit November 2015 hat die chinesische Zentralbank eine Orientierung weg vom US-Dollar hin zu einem Währungskorb vorgenommen, der aus 13 Währungen besteht. Damit verbunden ist die Strategie, den Renminbi als internationale Reservewährung zu etablieren und ein flexibleres, marktbestimmtes Wechselkurssystem zu schaffen. Seit Oktober 2016 ist der Renminbi Bestandteil des IWF-Währungskorbs (Sonderziehungsrechte, SZR). Außerdem verfolgt China seit längerer Zeit eine vorsichtige Liberalisierung des Finanzsystems.

145. Seit dem Jahr 2014 haben sich die hinter dem chinesischen **Leistungsbilanzüberschuss** liegenden Finanzströme verändert. Während die Nettokapitalexporte früher vor allem über den Anstieg von Währungsreserven zustande kamen, sind es nun vor allem private Nettokapitalabflüsse. [↘ ABBILDUNG 11 UNTEN LINKS](#) Dies wird oft mit Kapitalflucht assoziiert. Der weitaus größte Anteil des Kapitalabflusses besteht laut IWF (2016b) jedoch aus der Rückzahlung ausländischer Verbindlichkeiten sowie Dividendenzahlungen an ausländische Investoren.
146. Für die kommenden Jahre wird ein sinkendes Potenzialwachstum in China erwartet. Gegen einen starken Wachstumsrückgang spricht allerdings das weiterhin **niedrige Pro-Kopf-Einkommen**. Es liegt etwa bei 25 % des Niveaus der Vereinigten Staaten. Bei anderen ehemaligen Schwellenländern, wie Japan, Korea und Taiwan, verlangsamte sich das Wachstum in diesem Bereich zwar, verblieb jedoch im Durchschnitt bis zum Erreichen deutlich höherer Einkommensniveaus klar über 5 %. Unter Berücksichtigung der aktuellen konjunkturellen Entwicklungen geht der Sachverständigenrat in seiner Prognose davon aus, dass die Zuwachsraten des BIP in China in den Jahren 2016 und 2017 bei 6,6 % beziehungsweise 6,3 % liegen wird.

3. Japan: Aufschwung trotz geringer Zuwachsraten

147. Die japanische Wirtschaft befindet sich in einem **konjunkturellen Aufschwung bei niedrigem Potenzialwachstum**. Nachdem das BIP im Gesamtjahr 2015 um 0,5 % zugenommen hatte, betrug die annualisierte Zuwachsraten des ersten Halbjahrs 2016 im Vergleich zum Vorhalbjahr 0,8 %. Dabei ha-

ben sich die Wachstumskräfte im Zeitverlauf verschoben. Während im vergangenen Jahr die Expansion der Wirtschaft zum Großteil durch den Außenbeitrag erklärt werden konnte, haben in diesem Jahr vor allem die Konsumausgaben zugenommen. Die Schwächephase des privaten Verbrauchs nach der Mehrwertsteuererhöhung im Jahr 2014 hat sich somit nicht fortgesetzt. Im Gegensatz hierzu ist seit Jahresende 2015 die Auslandsnachfrage rückläufig. Maßgeblich hierfür waren die schwächere Nachfrage aus China sowie die deutliche reale effektive Aufwertung des Yen um über 20 % seit Mitte des Jahres 2015.

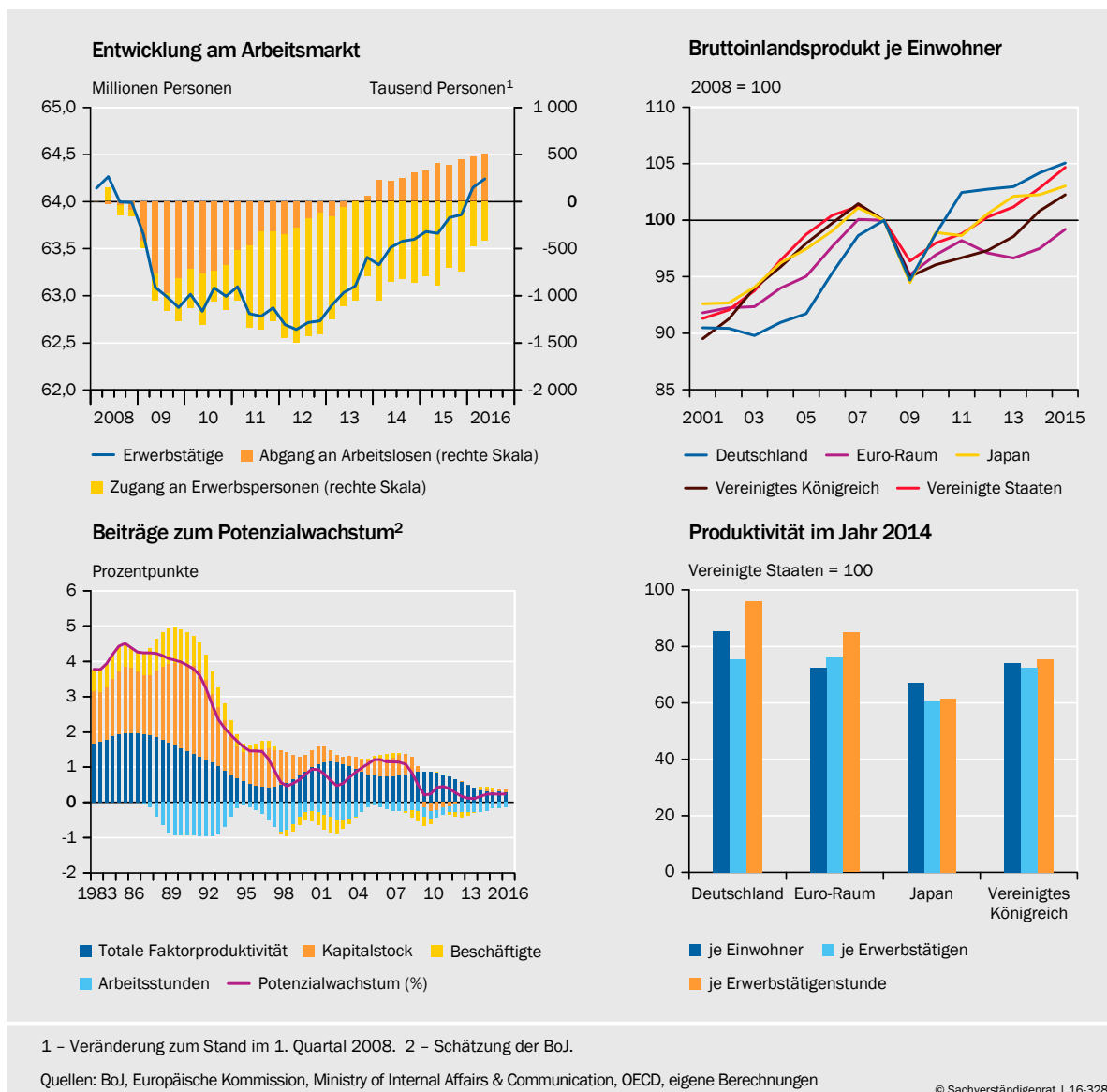
148. Trotz der moderaten Wachstumsraten verbessert sich die Situation auf dem **Arbeitsmarkt** kontinuierlich. [↪ ABBILDUNG 12 OBEN LINKS](#) Seit Jahresbeginn 2013 hat die Anzahl der Erwerbstätigen um 1,34 Millionen Personen zugenommen. Seit Jahresanfang 2016 konnten etwa 380 000 Personen eine neue Anstellung finden. Parallel ist die Arbeitslosigkeit bis August 2016 auf 3,1 % gefallen. Gleichzeitig hat die Anzahl der Erwerbspersonen zugenommen. Dies lässt sich durch die steigende Partizipationsrate erklären, insbesondere bei Älteren und Frauen. Es ist zu erwarten, dass die gute Entwicklung am Arbeitsmarkt weiter anhält. So war bis zuletzt ein **stetiger Anstieg der Anzahl offener Stellen** zu beobachten. Jedoch geht der Aufschwung auf dem Arbeitsmarkt nicht mit kräftigen Nominallohnsteigerungen einher. Infolgedessen betrug die Kerninflation im August 2016 nur 0,2 % im Vergleich zum Vorjahresmonat. Die Verbraucherpreisinflation befand sich zuletzt aufgrund fallender Rohstoffpreise und der Währungsaufwertung sogar im negativen Bereich.
149. Die niedrige Arbeitslosigkeit lässt sich auf zwei Faktoren zurückführen. Zum einen haben die **Geld- und Fiskalpolitik** starke expansive Effekte auf die Konjunktur. So wurde die bereits vom Jahr 2015 auf das Jahr 2017 verschobene Erhöhung der Mehrwertsteuer nun auf das Jahr 2019 vertagt. Stattdessen plant die Regierung jetzt in den Jahren 2016 und 2017 Mehrausgaben in Höhe von insgesamt etwa 1,5 % des BIP. Die BoJ hat zu Jahresbeginn 2016 negative Einlagezinsen eingeführt und im Juli ihre Wertpapieraufkaufprogramme deutlich ausgeweitet. Im September beschloss sie, zukünftig die Zinsstrukturkurve durch flexiblere Wertpapierankäufe zu kontrollieren, sodass die langfristigen Zinsen einem vorgegebenen Zielwert entsprechen. Darüber hinaus kündigte die BoJ an, ein eventuelles Überschießen des Inflationsziels zu tolerieren, bis die Inflationsraten stabil über dem Zielwert liegen. Eine Einschätzung in Bezug auf die Effektivität dieser Maßnahmen ist mit hoher Unsicherheit verbunden.
150. Zum anderen hat der **demografische Wandel** große Effekte auf das Arbeitsangebot. Die japanische Bevölkerung altert rapide. Die Anzahl der über 64-jährigen Personen ist im Verhältnis zu den Personen im erwerbsfähigen Alter zwischen 15 und 64 Jahren von 36 % im Jahr 2010 auf 45 % im Jahr 2016 angestiegen. Angesichts der restriktiven Zuwanderungspolitik können selbst ein Anstieg der Erwerbsquote sowie der Rückgang der Arbeitslosenzahlen diesen Alterungseffekt nur abmildern. Bei gegebener Arbeitsnachfrage der Unternehmen sorgt der demografiebedingte Rückgang des Arbeitsangebots für eine steigende Auslastung des Arbeitsmarkts. Ferner ist aufgrund des Bevölkerungsrückgangs die Entwicklung des BIP je Einwohner interessant. Dieses ist in Japan seit dem

Jahr 2008 etwa genauso stark angestiegen wie im Vereinigten Königreich. [AB-BILDUNG 12 OBEN RECHTS](#)

151. Das schwache **Wachstum des Produktionspotenzials** von aktuell etwa 0,2 % ist jedoch nicht nur darauf zurückzuführen, dass der demografische Wandel das Arbeitsangebot dämpft. [AB-BILDUNG 12 UNTEN LINKS](#) Die japanische Wirtschaft zeichnet sich zudem durch eine schwache Produktivitätsentwicklung aus. Ein Vergleich mit anderen entwickelten Volkswirtschaften zeigt, dass hier noch Fortschritte erzielt werden könnten. So lag die japanische Stundenproduktivität nur bei etwa 60 % des US-amerikanischen Niveaus. [AB-BILDUNG 12 UNTEN RECHTS](#) Ein Ursache hierfür könnte sein, dass der japanische Arbeitsmarkt stark segmentiert und in weiten Teilen relativ rigide ist.
152. Für den **Prognosezeitraum** rechnet der Sachverständigenrat mit einer Fortsetzung des Aufschwungs der japanischen Wirtschaft. Bei dem niedrigen Potenzialwachstum dürften die Produktionskapazitäten daher eine höhere Auslastung

[AB-BILDUNG 12](#)

Wirtschaftsindikatoren für Japan



Daten zur Abbildung

aufweisen und zu leicht anziehenden Inflationsraten beitragen. Insgesamt ist davon auszugehen, dass das BIP im Jahr 2017 mit 0,7 % zunehmen wird, nach 0,6 % im Jahr 2016.

4. Vereinigtes Königreich: Eintrübung nach Brexit-Votum

153. Die Wirtschaft des Vereinigten Königreichs expandierte bis zum zweiten Quartal des Jahres 2016 kräftig. [↪ ABBILDUNG 13 OBEN LINKS](#) Das BIP stieg im ersten Halbjahr 2016 annualisiert um 2,2 % gegenüber dem Vorhalbjahr. Das überraschende Ergebnis **der Volksbefragung** am 23. Juni 2016 löste jedoch eine Schockwelle auf den Finanz- und Devisenmärkten aus. Kurzfristig kam es zu großen Aktienkursverlusten und einer drastischen Abwertung des Britischen Pfund gegenüber dem Euro um etwa 9 % innerhalb der ersten Woche. Zudem erhöhte sich die politische Unsicherheit deutlich. Gleichzeitig trübte sich die Zuversicht von Verbrauchern sowie Unternehmen ein. [↪ ZIFFER 299](#) Viele Prognostiker reagierten hierauf mit kräftigen Abwärtsrevisionen des britischen Wirtschaftsausblicks. [↪ ABBILDUNG 13 OBEN RECHTS](#)
154. In den ersten Wochen nach der Volksbefragung lagen zunächst kaum Indikatoren vor, mit denen die realwirtschaftlichen Reaktionen darauf zuverlässig eingeschätzt werden konnten. Zudem existieren **keine Erfahrungswerte aus der Vergangenheit**. Als Grundlage für die ersten Prognosen nach dem Referendum dienten daher oft Simulationsstudien, die vor dem Referendum erstellt wurden (wie etwa Baker et al., 2016; OECD, 2016c). Die tatsächliche Entwicklung der zurückliegenden Monate hat inzwischen gezeigt, dass viele Annahmen dieser früheren Simulationen nicht eingetroffen sind. So zeigt sich etwa trotz aller politischen Unklarheit in den Volatilitätsindizes kein anhaltender Anstieg der Unsicherheit auf den Finanzmärkten. [↪ ABBILDUNG 37](#)
155. Der Sachverständigenrat stützt seine Kurzfristprognose für das Vereinigte Königreich auf eine ökonometrische Analyse der verfügbaren Monatsindikatoren. Hierzu wird im ersten Schritt eine große Anzahl von Einzelprognosen für die Entwicklung des BIP bis zum Jahresende 2016 erstellt. Anschließend wird im zweiten Schritt die Verteilung der Einzelprognosen bestimmt und hieraus die Punktprognose für das BIP abgeleitet. In der Gesamtschau lassen die Indikatoren keinen Konjunkturunbruch erwarten. [↪ ABBILDUNG 13 UNTEN](#) Die Modellergebnisse deuten eher darauf hin, dass im dritten und vierten Quartal jeweils mit positiven Zuwachsraten in Höhe von etwa 0,3 % bis 0,5 % gerechnet werden kann. Bemerkenswert ist allerdings, dass die Verteilung der Prognosen linksschief ist. Dies ist ein Hinweis darauf, dass die **negativen Risiken für diese Prognose überwiegen**.

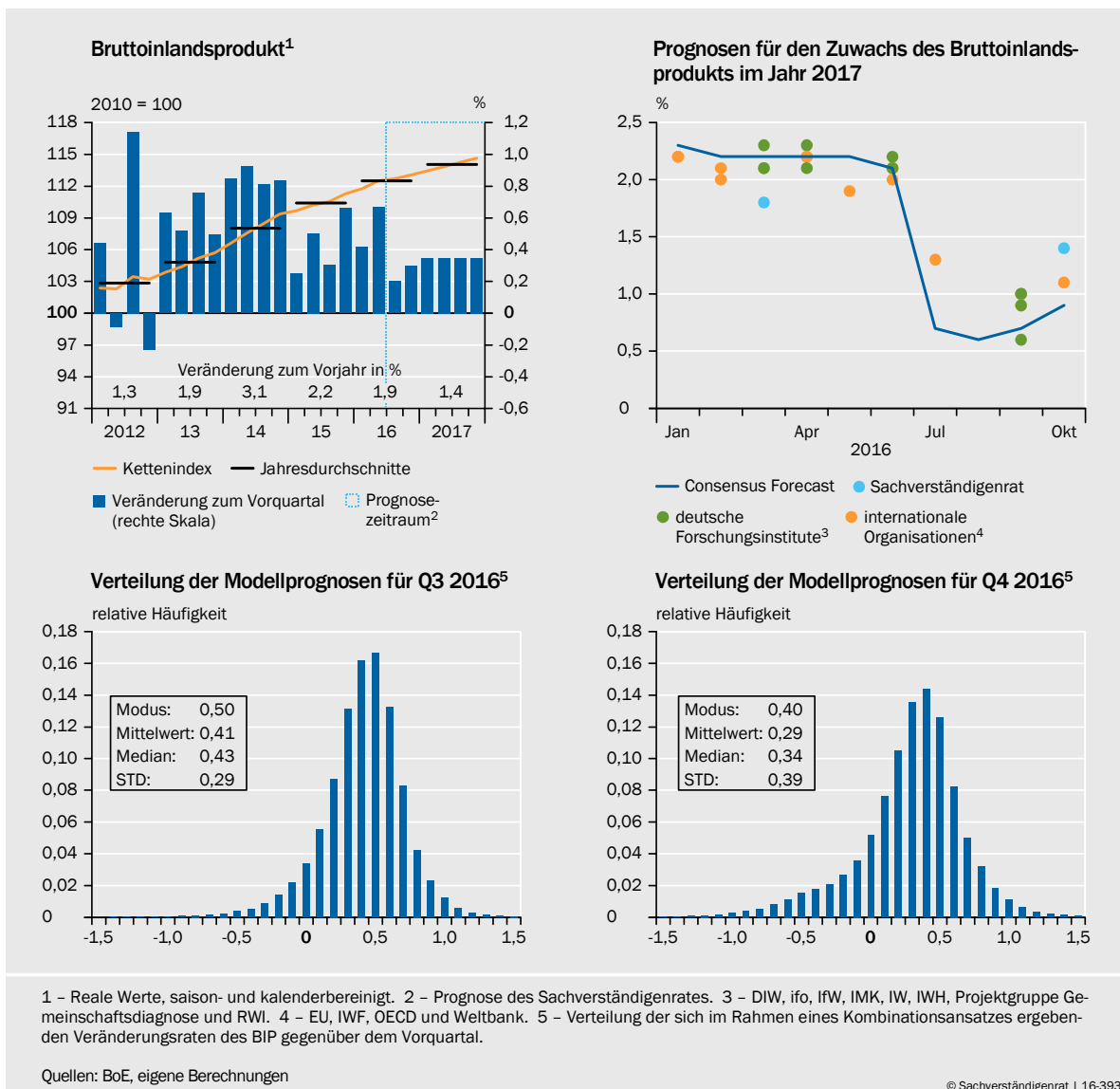


Aus technischer Sicht basiert diese Prognose auf etwa 40 Konjunkturindikatoren, die alle wesentlichen Teile der britischen Wirtschaft abdecken. Beispiele sind Produktionsindizes verschiedener Wirtschaftsbereiche, Einzelhandelsumsätze, Arbeitsmarktindikatoren, Auftragsengänge, Finanzmarktvariablen, Außenhandelsdaten, Unsicherheitsindikatoren und

Stimmungsindikatoren. Mit Hilfe von einfachen ökonometrischen Gleichungen werden aus jedem einzelnen Indikator und aus Kombinationen von bis zu vier Indikatoren Prognosen für das BIP abgeleitet. Zusätzlich wird die Spezifikation der Gleichung variiert. Insgesamt erhält man auf diese Weise etwa 89 000 Einzelprognosen für die Entwicklung des BIP im dritten und vierten Quartal 2016. Das hier gewählte Vorgehen ähnelt den Ansätzen für die Kurzfristprognose einiger Forschungsinstitute (Carstensen et al., 2009; IWH, 2011; RWI, 2011) und wird bei der Prognose des Sachverständigenrates für alle wichtigen Industrieländer angewendet.

156. Der Sachverständigenrat geht vor diesem Hintergrund davon aus, dass es zu **keinem dramatischen Einbruch** der Konjunktur im Vereinigten Königreich kommen wird. Sie dürfte sich jedoch sichtbar eintrüben. Dämpfende Effekte sind etwa auf den Beschäftigungsaufbau und die Investitionstätigkeit zu erwarten. Beim Konsum der privaten Haushalte ist nur mit einem moderaten Effekt zu rechnen. Dabei ist allerdings zu beachten, dass die Konsumzuwächse des bisherigen Aufschwungs zu Teilen aus einem Rückgang der Sparquote finanziert

ABBILDUNG 13
Konjunkturprognose für das Vereinigte Königreich



Daten zur Abbildung

wurden (JG 2015 Ziffern 161 ff.). Die politisch unsichere Lage lässt keinen weiteren Rückgang der Sparquote erwarten. Insgesamt prognostiziert der Sachverständigenrat für die Jahre 2016 und 2017 Zuwachsraten des BIP in Höhe von 1,9 % beziehungsweise 1,4 %.

III. EURO-RAUM: ERHOLUNG BEI ZU GERINGEN STRUKTURELLEN FORTSCHRITTEN

157. Im Euro-Raum hat sich die **konjunkturelle Erholung** im bisherigen Jahresverlauf 2016 fortgesetzt. Seit nunmehr drei Jahren steigt die gesamtwirtschaftliche Produktion kontinuierlich an. In den meisten Quartalen überstiegen die Zuwachsraten dabei deutlich das von der Europäischen Kommission geschätzte Potenzialwachstum. Das BIP hat im ersten Halbjahr 2016 im Vergleich zum Vorhalbjahr annualisiert um 1,8 % zugenommen und dabei das Potenzialwachstum von 0,8 % um einen Prozentpunkt übertroffen. Problematisch ist allerdings, dass ein wesentlicher Teil des Wachstums auf die expansive Geldpolitik zurückgeht. Gleichzeitig nutzen die Regierungen der Mitgliedstaaten die ungewöhnlich günstige Lage nicht hinreichend, um die Staatshaushalte nachhaltig zu verbessern und marktorientierte Strukturreformen durchzuführen.

1. Konjunkturelle Lage

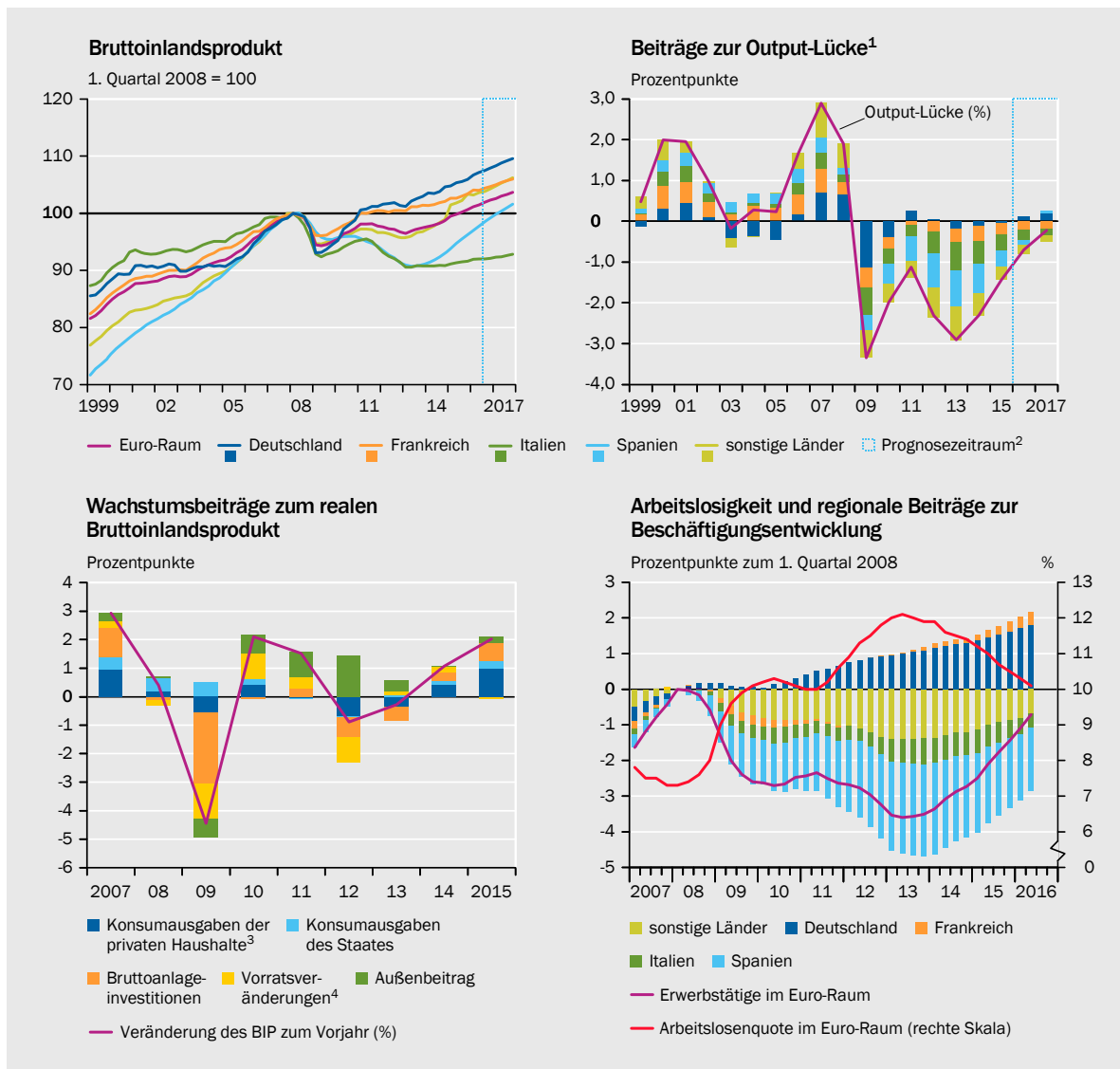
158. Die Wirtschaftsleistung des Euro-Raums hat im Zuge der konjunkturellen Erholung inzwischen das Vorkrisenniveau des Jahres 2008 übertroffen, bei großer Heterogenität zwischen den Mitgliedstaaten. Zudem wurde die **Produktionslücke merklich verringert**, und auf dem Arbeitsmarkt schreitet die Erholung voran. [↘ ABBILDUNG 14 OBEN UND UNTEN RECHTS](#) Die Beschäftigung hat in den zurückliegenden Jahren sichtbar zugenommen, und die Arbeitslosenquote liegt mit einem Wert von 10,1 % auf dem niedrigsten Stand seit dem Jahr 2011. Getragen wird die konjunkturelle Erholung vor allem von der Binnennachfrage. Insbesondere die privaten Haushalte erhöhen beständig ihre **Konsumnachfrage**. [↘ ABBILDUNG 14 UNTEN LINKS](#) Dies reflektiert die Einkommenszuwächse infolge der Wende auf dem Arbeitsmarkt. Darüber hinaus hat der Ölpreisverfall zum Anstieg der realen verfügbaren Einkommen beigetragen. [↘ ABBILDUNG 15 RECHTS](#) Der Außenbeitrag lieferte bis ins erste Quartal 2016 eher geringe Wachstumsimpulse. Im zweiten Quartal 2016 kompensierte er aber eine vorübergehend schwächere Binnennachfrage.
159. Nachfrageseitige Impulse kamen im ersten Halbjahr 2016 außerdem von den **Investitionen**. Damit setzt sich der Mitte des Jahres 2013 begonnene Anstieg weiter fort. Im Jahr 2015 legten die Investitionen um 3,1 % zu und hier insbesondere die Ausrüstungsinvestitionen. Insgesamt lassen die Zahlen darauf schließen, dass sich die Absatzaussichten der Unternehmen allmählich verbessern und der Abbau von Überkapazitäten langsam zu einem Ende kommt. Allerdings befinden sich die aktuellen Zuwachsraten der Investitionen immer noch

auf einem niedrigen Niveau. Die Unternehmen agieren weiterhin zurückhaltend und scheinen keinen kräftigen und anhaltenden Aufschwung zu erwarten. In den meisten Mitgliedstaaten liegt das Volumen der Investitionen zudem weit unter den Vorkrisenwerten. [ABBILDUNG 15 LINKS](#) Die Investitionsquoten sind trotz der jüngsten Belebung gering.

160. Die wirtschaftliche Erholung im gesamten Euro-Raum ist durch eine **hohe Heterogenität** zwischen den einzelnen Mitgliedstaaten gekennzeichnet. Sie lassen sich hinsichtlich ihrer konjunkturellen Lage in drei Gruppen aufteilen. [TABELLE 4 ANHANG](#) In der **ersten Gruppe** sind Mitgliedstaaten, deren Wirtschaftsleistung das Vorkrisenniveau mehrheitlich übertrifft, deren Kapazitätsauslastung vergleichsweise hoch ist und deren Arbeitsmärkte in einer guten Verfassung sind. Hierzu zählt unter anderem Deutschland. Das deutsche BIP lag im Jahr 2015 bereits 6,3 % über dem Wert des Jahres 2008, und die Produktionskapazitäten sind seit Beginn des Jahres 2016 überausgelastet. [ZIFFER 219](#) Zu dieser Gruppe

[ABBILDUNG 14](#)

Bruttoinlandsprodukt, Output-Lücke und Arbeitsmarkt im Euro-Raum

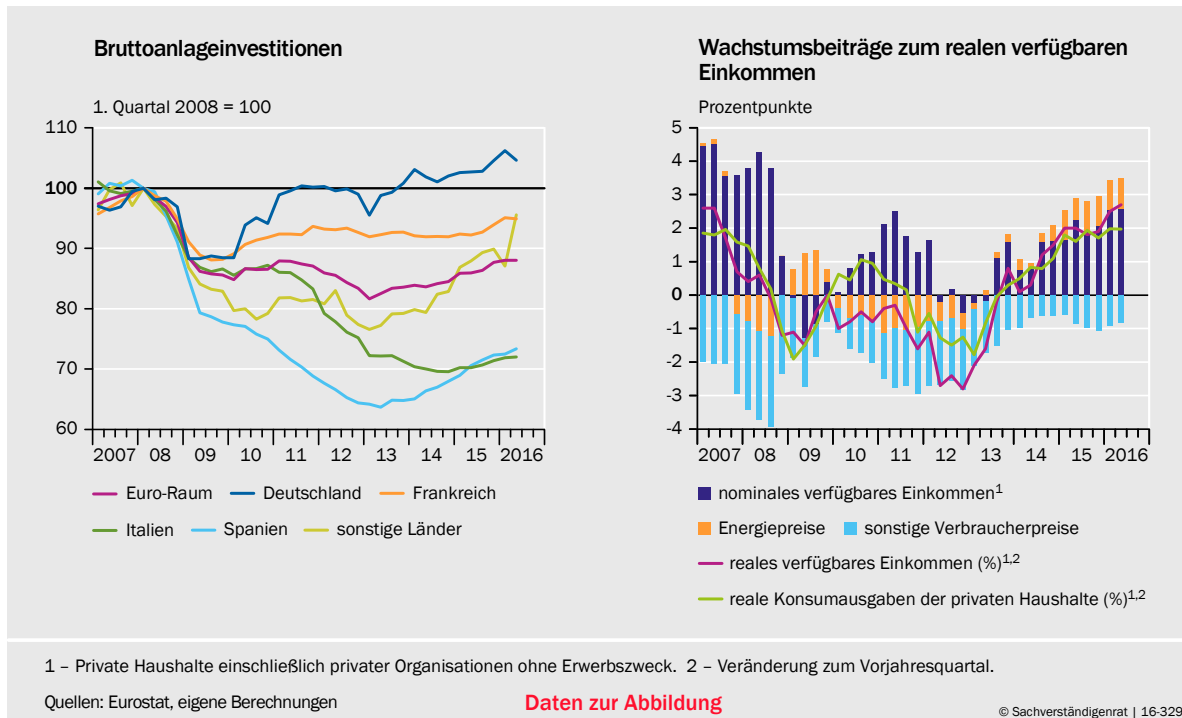


1 – Reales BIP abzüglich Produktionspotenzial in Relation zum Produktionspotenzial. 2 – Prognose des Sachverständigenrates. 3 – Private Haushalte einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck. 4 – Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

Quellen: Europäische Kommission, Eurostat, eigene Berechnungen

© Sachverständigenrat | 16-330

Daten zur Abbildung

▽ **ABBILDUNG 15**
Investitionen und verfügbares Einkommen im Euro-Raum


können zudem die drei baltischen Mitgliedstaaten, das ehemalige Krisenland Irland, Malta und die Slowakei gezählt werden.

161. Die zweite Gruppe lässt sich als das **konjunkturelle Mittelfeld der Währungsunion** beschreiben. Dieser Länderblock umfasst zum einen Staaten, deren Produktionskapazitäten noch deutlich unterausgelastet sind, deren Entwicklung in der jüngeren Vergangenheit aber recht positiv war. Dies gilt etwa für Spanien, Luxemburg, die Niederlande und Slowenien, deren Produktion mit relativ hohem Tempo zum Potenzialniveau strebt. Zum anderen lassen sich in diese Gruppe Mitgliedstaaten mit moderat unterausgelasteten Kapazitäten einsortieren, deren Wachstumstempo aber zuletzt eher schwach war. Hierzu zählen Frankreich, Österreich und Belgien.
162. Die **dritte Gruppe** fasst die Mitgliedstaaten zusammen, deren Wirtschaftsentwicklung kritisch gesehen werden muss. Sie sind mehrheitlich dadurch gekennzeichnet, dass sich ihre Wirtschaft nach der Krise nur schwach erholt hat, die Kapazitäten weiterhin stark unterausgelastet sind und das Potenzialwachstum gering oder gar negativ ist. So liegt etwa die Wirtschaftsleistung von Italien und Griechenland 8 % beziehungsweise 26 % unter dem entsprechenden Wert aus dem Jahr 2008. Zu dieser Gruppe können ferner Portugal, Zypern und Finnland gezählt werden.
163. Die jüngst zu beobachtende Erholung im Euro-Raum wird vor allem durch **geldpolitische Impulse** getragen. Die EZB hat durch ihr Bündel an unkonventionellen Maßnahmen die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für den Euro-Raum deutlich verbessert. Der Euro-Wechselkurs befindet sich auf einem niedrigen Niveau, und die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und Haushalte verbessern sich. Zusätzliche, wenngleich deutlich kleinere Impulse

kommen von der Fiskalpolitik. Die Regierungen in vielen Mitgliedstaaten haben ungeachtet hoher öffentlicher Schuldenstandsquoten keine weiteren Konsolidierungsanstrengungen unternommen. Vielmehr ist die Fiskalpolitik im Euro-Raum im Jahr 2016 wie schon im Jahr 2015 expansiv. [↘ ZIFFERN 172 FF.](#)

164. Ohne die **geldpolitischen Impulse** der EZB seit Mitte des Jahres 2014 würden die Wachstumsraten deutlich geringer ausfallen. Das Potenzialwachstum des Euro-Raums befindet sich immer noch auf einem niedrigen Niveau. Hierin spiegelt sich weiterhin eine geringere Wettbewerbsfähigkeit vieler Mitgliedstaaten wider. Hinzu kommen die Probleme beim Abbau hoher öffentlicher und privater Schuldenstände.

2. Kurzfristige Impulse ohne langfristige Lösungen

Geldpolitik hält Wachstum über Potenzial

165. Die Zuwachsraten des BIP im Euro-Raum sind vor dem Hintergrund der ausgesprochen lockeren Geldpolitik der EZB zu sehen. Da die jüngste positive Wirtschaftsentwicklung zu einem erheblichen Teil durch die Geldpolitik getrieben ist, kann nicht von einer selbsttragenden Erholung gesprochen werden.
166. Aus Sicht des Sachverständigenrates ist die **Geldpolitik der EZB** für den Euro-Raum momentan **nicht angemessen**. [↘ ZIFFERN 454 FF.](#) Insbesondere die Vielzahl an unkonventionellen Maßnahmen lässt sich mit den aktuellen Konjunkturdaten nur schwer in Einklang bringen. Es gibt angesichts des immer noch positiven Potenzialwachstums wenig Evidenz für einen dramatisch gefallenen, womöglich sogar negativen Gleichgewichtszins. Ferner befinden sich die – vorwiegend infolge des Ölpreisverfalls gesunkene – Verbraucherpreisinflation von zuletzt 0,2 % und die aktuelle Produktionslücke von etwa –1,4 % nicht in einem Bereich, der die aktuelle geldpolitische Ausrichtung rechtfertigen könnte. [↘ ZIFFERN 407 FF.](#) Ein Großteil der Lockerungsmaßnahmen der EZB seit Jahresmitte 2014 wirkt folglich wie ein diskretionärer geldpolitischer Impuls auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Die auf diesem Weg erzeugte Dynamik ist aber nur von kurzer Dauer, sie dürfte bereits im Prognosezeitraum wieder an Kraft verlieren. Zudem birgt sie das Risiko von Fehlallokationen infolge einer Verzerrung der Marktpreise.
167. Die EZB hat ihre Geldpolitik in den zurückliegenden Jahren stark gelockert. [↘ ZIFFERN 377 FF.](#) So wurden der Hauptrefinanzierungssatz auf 0 % und der Einlagezins auf –0,4 % gesenkt. Ferner versorgte die EZB die Banken über mehrjährige Refinanzierungsgeschäfte zu extrem günstigen Finanzierungskonditionen mit Liquidität im Umfang von aktuell 500 Mrd Euro. Zu guter Letzt weitete sie durch ihre Ankaufprogramme für Pfandbriefe, Asset-Backed Securities, Staatsanleihen und inzwischen sogar Unternehmensanleihen ihre Bilanz um über 1 300 Mrd Euro aus (rund 12 % des BIP des Euro-Raums).
168. Die **Lockerungsmaßnahmen** haben sich auf die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen des Euro-Raums massiv ausgewirkt. Sie haben die Zinsstrukturkurve so weit nach unten verschoben, dass die Langfristzinsen auf Staatsanleihen ho-

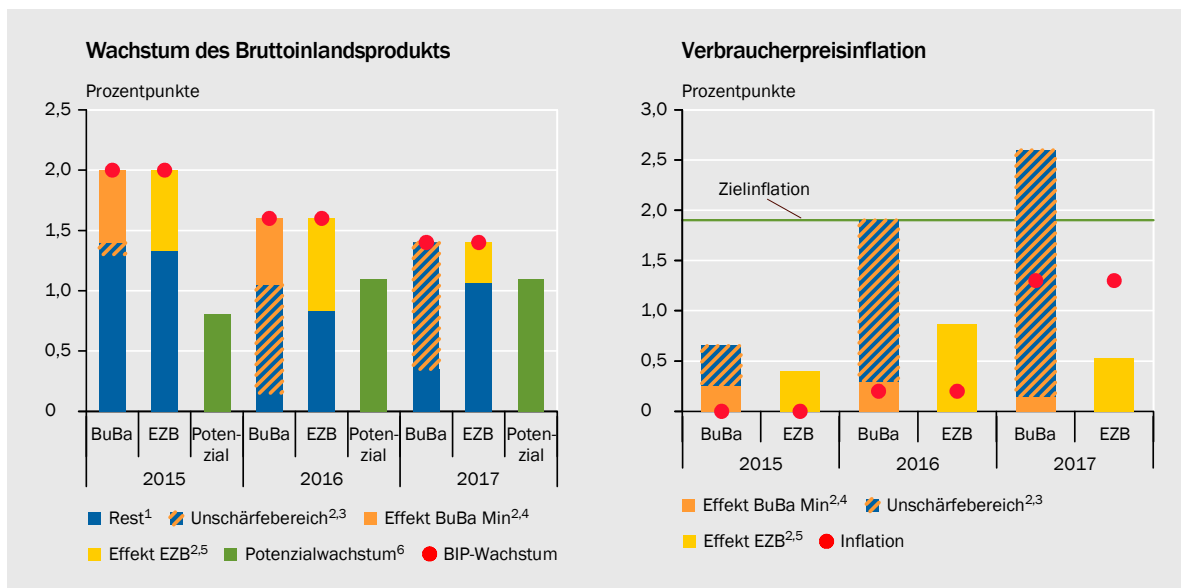
her Bonität negativ wurden. Ferner trugen sie dazu bei, dass die Zinsen für Unternehmenskredite deutlich gefallen sind, die Vermögenspreise stark anstiegen und eine kräftige Abwertung des Euro zu beobachten war. Für die Bewertung der konjunkturellen Lage stellt sich daher die Frage, wie groß der Anteil dieser geldpolitischen Effekte an der Erholung ist.

169. Für die **gesamtwirtschaftlichen Effekte der Geldpolitik** liegen Schätzergebnisse von der EZB (Praet, 2016) und der Deutschen Bundesbank (2016b) vor. Auf Basis von nicht näher spezifizierten Modellen geht die EZB davon aus, dass der Wachstumseffekt der Lockerungsmaßnahmen in den Jahren 2015 und 2016 bei etwa 0,7 beziehungsweise 0,9 Prozentpunkten liegen dürfte. Ihre Berechnungen berücksichtigen die bis März 2016 beschlossenen Maßnahmen (Expanded Asset Purchase Programme (EAPP), Senkung des Einlagezinses und längerfristige Refinanzierungsgeschäfte). Die Deutsche Bundesbank gibt für das Jahr 2015 eine Bandbreite für den Wachstumseffekt von 0,5 bis 0,6 Prozentpunkten an, für das Jahr 2016 von 0,5 bis 1,5 Prozentpunkten. Die Schätzung der Deutschen Bundesbank beruht auf zwei strukturellen Modellen und berücksichtigt lediglich die Maßnahmen des EAPP nach den Plänen von Januar 2015.
 ↪ **ABBILDUNG 16 LINKS UND RECHTS** Gemäß den Schätzungen von EZB und Deutscher Bundesbank hatte die Geldpolitik zudem den angestrebten **positiven Effekt auf die Verbraucherpreisinflation**.
 ↪ **ABBILDUNG 16 RECHTS**

170. Die Ergebnisse der EZB (Praet, 2016) und der Deutschen Bundesbank (2016b) deuten darauf hin, dass die **Effekte der quantitativen Lockerung beträchtlich** sind. Die Deutsche Bundesbank geht dabei davon aus, dass ihre Ergebnisse in etwa die Bandbreite der Auswirkungen der quantitativen Lockerung, zumindest für die Klasse der DSGE-Modelle, abbilden. Sie weist aber darauf hin,

↪ **ABBILDUNG 16**

Effekte der geldpolitischen Lockerung auf Wirtschaftswachstum und Verbraucherpreisinflation im Euro-Raum



1 – Differenz von tatsächlichem oder erwartetem BIP-Wachstum und den jeweils geschätzten Effekten der Geldpolitik. 2 – Werte aus Abbildungen in den jeweiligen Veröffentlichungen abgelesen. 3 – Unschärfbereich reflektiert die Spannweite der von der Deutschen Bundesbank (2016b) geschätzten Effekte. 4 – Untergrenze der von der Deutschen Bundesbank (2016b) geschätzten Effekte des Expanded Asset Purchase Programme (EAPP). EAPP gemäß der Pläne von Januar 2015. 5 – Von der EZB (Praet, 2016) geschätzter Gesamteffekt des EAPP, der Senkung des Einlagezinses (DFR) und der längerfristigen gezielten Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO). 6 – Gemäß Europäischer Kommission.

Quellen: Deutsche Bundesbank, Europäische Kommission, EZB

Daten zur Abbildung

dass die Obergrenze der Effekte wohl als zu optimistisch angesehen werden könne und dass die Schätzergebnisse mit einer hohen Unsicherheit verbunden seien. Weder die EZB noch die Deutsche Bundesbank nennen exakte Werte, so dass die hier erwähnten Werte mit einem Ablesefehler behaftet sind. [↘ ABBILDUNG 16](#)

171. Aufgrund der diskretionären Eigenschaft eines Großteils der durch die EZB seit Jahresmitte 2014 ergriffenen Maßnahmen sind die Ergebnisse so zu interpretieren, dass etwa ein Drittel des derzeitigen Wirtschaftswachstums von der Geldpolitik induziert wurde. Kontrastiert man das tatsächliche Wachstum von etwa 2 % mit dem von der Europäischen Kommission (2016a) geschätzten Potenzialwachstum in Höhe von unter 1 %, wird deutlich, dass der Aufschwung im Euro-Raum sehr stark von den diskretionären Maßnahmen der Geldpolitik in den zurückliegenden zwei Jahren lebt. Die konjunkturelle Grunddynamik, ohne die Effekte der quantitativen Lockerung, dürfte also erheblich schwächer sein, als die tatsächlichen Wachstumsraten suggerieren (JG 2015 Ziffern 172 ff.).

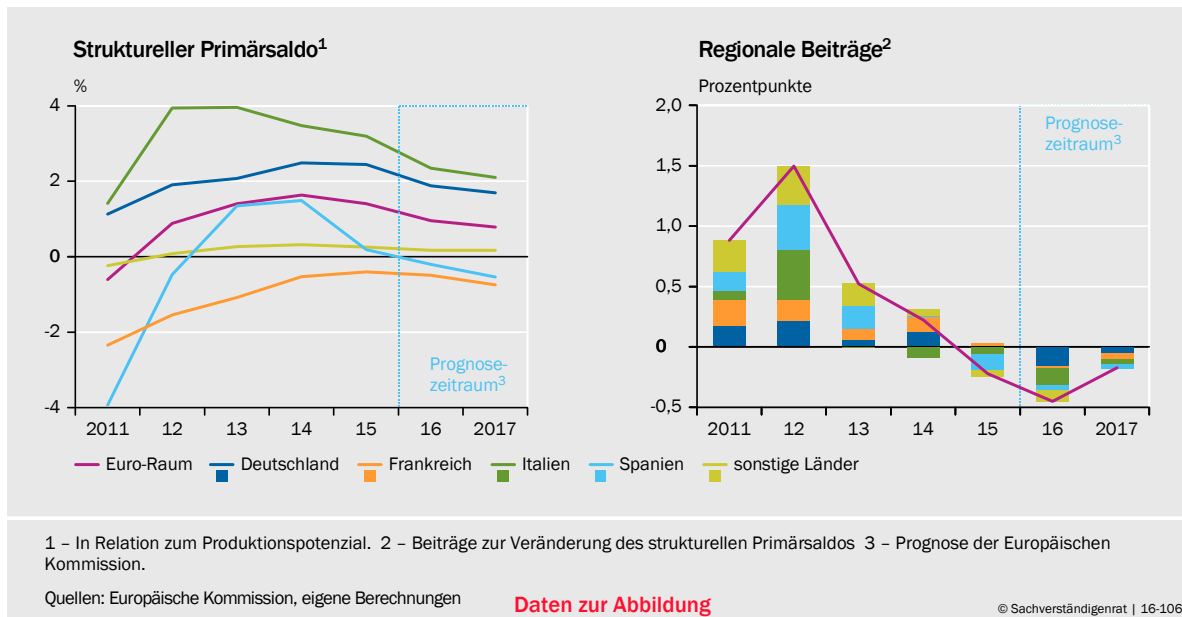
Expansive Impulse von der Fiskalpolitik

172. Die Konjunktur im Euro-Raum erhält zusätzliche **expansive Impulse von der Fiskalpolitik**. Dabei haben die Mitgliedstaaten derzeit eigentlich eher Konsolidierungsspielräume bei den strukturellen Salden, die ihnen die Geldpolitik durch die niedrigeren Finanzierungskosten und die gestiegene gesamtwirtschaftliche Nachfrage verschafft. Gleichzeitig reduziert die EZB durch ihre Beeinflussung der Staatsanleiherenditen aber die Disziplinierungsfunktion der Märkte. Selbst Staaten mit hohen Schuldenständen können sich günstiger refinanzieren. Hieraus entstehen Anreize, eine aus politischer Sicht wenig attraktive Konsolidierung der öffentlichen Haushalte aufzuschieben. Ob diese Anreize für das Verhalten der Mitgliedstaaten maßgeblich sind, ist empirisch schwer zu belegen. Die Entwicklung der strukturellen Primärsalden zeigt jedoch, dass die **Konsolidierung mittlerweile eingestellt** wurde.
173. Die **strukturellen Primärsalden** sind aktuell am besten geeignet, die fiskalpolitische Ausrichtung in den einzelnen Mitgliedstaaten abzubilden. Dies liegt daran, dass sie nicht die Effekte der geldpolitisch getriebenen Konjunkturerholung und der niedrigen Langfristzinsen auf die öffentlichen Haushalte beinhalten. Verbesserungen der strukturellen Primärsalden lassen sich als Konsolidierung interpretieren. Für die zurückliegenden Jahre zeigt sich, dass auf die deutlichen Verbesserungen im Anschluss an die Euro-Krise eine Verschlechterung des strukturellen Primärsaldos des Euro-Raums im Jahr 2015 um rund 0,2 Prozentpunkte des BIP folgte. [↘ ABBILDUNG 17 RECHTS](#)

Für die Jahre 2016 und 2017 werden von der Europäischen Kommission weitere Verschlechterungen prognostiziert. Eine Konsolidierung ist folglich nicht mehr feststellbar. Bemerkenswert ist zudem, dass Spanien und Frankreich sogar strukturelle Primärdefizite ausweisen, also selbst bei Normalauslastung der Wirtschaft und ohne Zinszahlungen keinen ausgeglichenen Haushalt aufweisen würden. [↘ ABBILDUNG 17 LINKS](#)

ABBILDUNG 17

Veränderung des strukturellen Primärsaldos im Euro-Raum und Beiträge der Mitgliedstaaten



174. Das **Ende der Konsolidierungsbemühungen** ist aus mehreren Gründen **problematisch**. Zunächst fällt auf, dass selbst solche Staaten nicht mehr konsolidieren, die das Kriterium von maximal **3 % Haushaltsdefizit** bis zuletzt verfehlten. [TABELLE 3 ANHANG](#) In Anbetracht der konjunkturellen und der zinsenkenden Effekte der Geldpolitik ist es bemerkenswert, dass vier Mitgliedstaaten – Griechenland, Frankreich, Spanien und Portugal – selbst in diesem Umfeld ihre tatsächlichen Finanzierungssalden nicht in Einklang mit dem gemeinsamen Regelwerk bringen. Griechenland unterliegt noch einem Anpassungsprogramm. Die anderen drei Staaten befinden sich aufgrund der Defizitverstöße seit mindestens sechs Jahren ununterbrochen im **korrektiven Arm des Stabilitäts- und Wachstumspakts**.

175. Frankreich gelang es in seinem Defizitverfahren durch angepasste Konsolidierungspläne immer wieder, Zielanpassungen und Fristverlängerungen zu erreichen. Eine **Sanktionierung blieb bisher aus**. Spanien und Portugal dagegen attestierte die Europäische Kommission offiziell Versäumnisse (Europäische Kommission, 2016b, 2016c). Die eigentlich vorgesehene Strafzahlung in Höhe von 0,2 % des BIP hat der ECOFIN-Rat jedoch aufgrund der bereits erreichten Konsolidierungserfolge und der durchgeführten Reformen wieder zurückgenommen (Rat der Europäischen Union, 2016a, 2016b). Die **Sanktionierung der Defizitverstöße** bleibt somit weiterhin stark hinter den vertraglich vorgesehenen Möglichkeiten.

176. Das Ende der Konsolidierung ist ferner problematisch, weil der dringend notwendige Abbau der Altlasten verlangsamt und der **Aufbau von Krisenpuffern blockiert** wird. Die Schuldenstandsquoten sind nach wie vor hoch. [TABELLE 3 ANHANG](#) Sie liegen länderübergreifend oberhalb des Grenzwerts von 60 % des BIP, von fünf kleinen Mitgliedstaaten abgesehen. Zudem halten sich viele Mitgliedstaaten des Euro-Raums nicht an die im reformierten Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenen Abbaupfade der Ein-Zwanzigstel-Regel. Ähnlich gering ist die Bindungswirkung des 2013 ratifizierten Fiskalpakts. Ob-

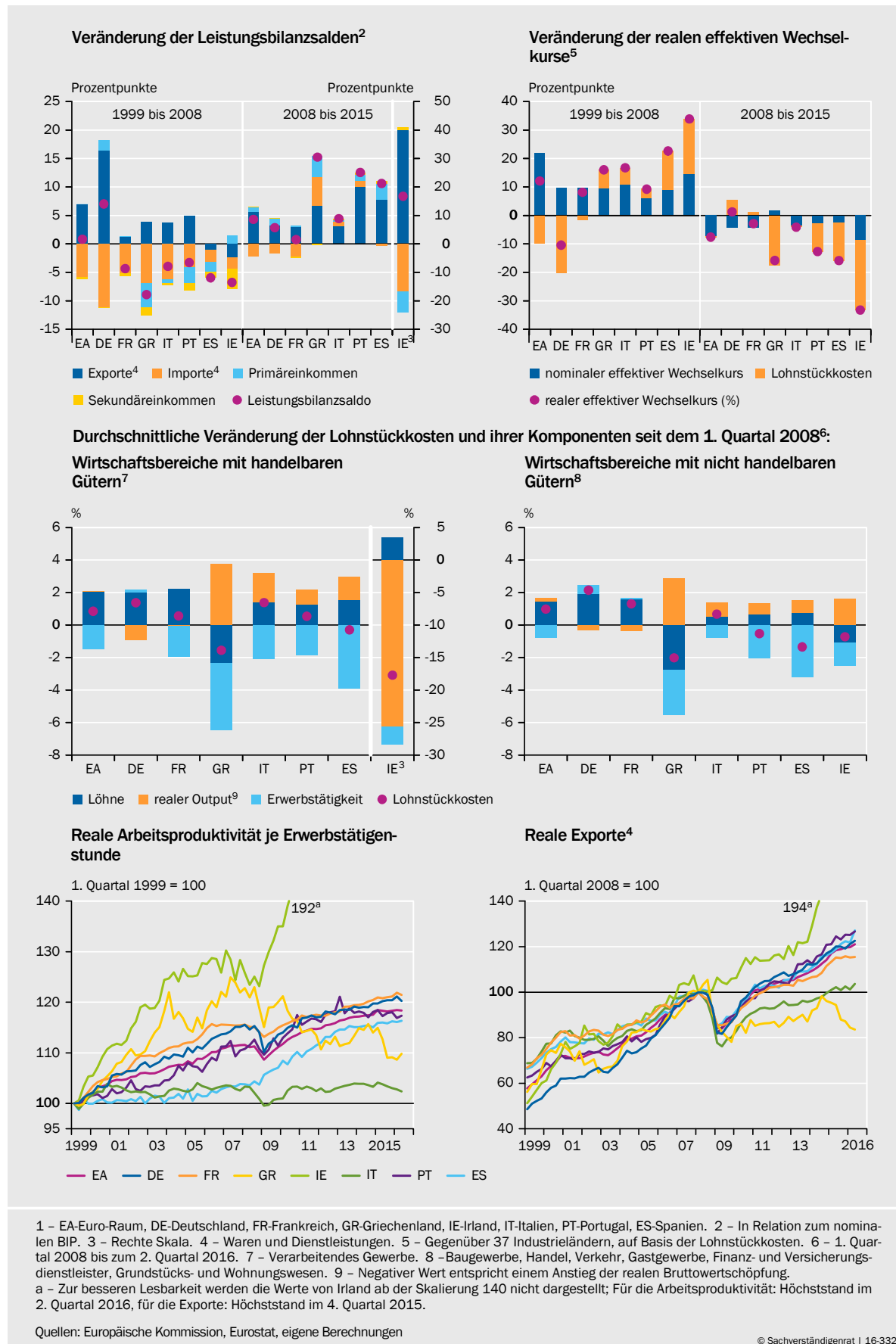
wohl die Zinsausgaben durch die Niedrigzinsen gesunken sind, liegen die strukturellen Finanzierungssalden der meisten Mitgliedstaaten deutlich unter dem Grenzwert von $-0,5\%$ des BIP. In der Gesamtschau ist die **fiskalpolitische Ausrichtung** im Euro-Raum als **expansiv** einzuordnen. Sie verstärkt kurzfristig die bereits bestehenden Effekte der Geldpolitik und ist nicht auf die zukünftigen Herausforderungen ausgerichtet.

Anpassungsprozesse nicht abgeschlossen

177. Es stellt sich die Frage, warum die Mitgliedstaaten des Euro-Raums noch immer so große Probleme haben, in einen selbsttragenden konjunkturellen Aufschwung zu kommen. Im Vergleich zu früheren Konjunkturzyklen ist die anhaltende Phase der Unterauslastung außergewöhnlich lang. So befindet sich der Euro-Raum nach Schätzungen der Europäischen Kommission inzwischen das **achte Jahr** infolge in einer **konjunkturellen Unterauslastung**.
178. Vor der Euro-Krise wurden teils Produktionskapazitäten aufgebaut, für deren Einsatz nach der Krise keine Nachfrage mehr bestand. Dies spiegelt sich in der Unterauslastung der Produktionskapazitäten wider. Die Basis der Nachfrage war eine schuldenfinanzierte Ausweitung des privaten Konsums, der Bauinvestitionen und des Staatssektors. Teile der dabei entstandenen Produktionsstrukturen sind durch die Krise obsolet geworden, und **Reallokationsprozesse** wurden nötig. Eine wichtige Ursache der langen Unterauslastung dürften die zwei zentralen Altlasten der Krise sein: die hohe private Verschuldung und die Fehlallokation von Produktionsfaktoren.
179. Ein wichtiger Faktor für einen selbsttragenden Aufschwung wäre die Wiedererlangung der **preislichen Wettbewerbsfähigkeit**. Seit Beginn der Währungsunion hatte die Mehrzahl der Mitgliedstaaten dramatisch an preislicher Wettbewerbsfähigkeit verloren. [↘ ABBILDUNG 18 OBEN RECHTS](#) Überproportionale Lohnsteigerungen hatten die Absatzchancen für inländisch produzierte Güter im Ausland verringert und ausländische Güter relativ günstig werden lassen. Massive Leistungsbilanzverschlechterungen waren die Folge. [↘ ABBILDUNG 18 OBEN LINKS](#)
180. Diese Fehlentwicklung konnte nach dem Jahr 2008 überwiegend wieder umgekehrt werden. Die Leistungsbilanzsalden der meisten Mitgliedstaaten sind inzwischen positiv. Parallel gelang es vor allem den kleineren Krisenländern ihre **Lohnstückkosten** und die realen effektiven Wechselkurse beachtlich zu verbessern. [↘ ABBILDUNG 18 OBEN RECHTS](#) In Frankreich und Italien sind die Fortschritte dabei allerdings erheblich kleiner. Sie haben ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit seit dem Jahr 2008 kaum verbessert und die geringe Verbesserung lediglich über die Abwertung des Euro erreicht.
181. Die Umkehrung der Leistungsbilanzsalden und die Reduktion der Lohnstückkosten allein sind kein Beleg für eine hinreichende Korrektur der makroökonomischen Fehlentwicklungen. Es kommt auf die dahinterliegenden Triebkräfte an. Die **Umkehrung der Leistungsbilanzsalden** ist zwar vornehmlich auf einen Anstieg der Exporte relativ zum BIP zurückzuführen. [↘ ABBILDUNG 18 OBEN LINKS](#) Die Betrachtung der Exporte im Niveau offenbart jedoch, dass die Exporte

▾ **ABBILDUNG 18**

Internationale Wettbewerbsfähigkeit des Euro-Raums und ausgewählter Mitgliedstaaten¹



Daten zur Abbildung

nach der Krise auf einen flacheren Expansionspfad eingeschwenkt sind. [↘ ABBILDUNG 18 UNTEN RECHTS](#) So liegen die durchschnittlichen Exportanstiege in Spanien und Italien in den zurückliegenden vier Jahren 0,8 beziehungsweise 3,5 Prozentpunkte unterhalb der durchschnittlichen Exportzuwächse in den vier Jahren vor dem Jahr 2008.

Darüber hinaus zeigt sich, dass die Importe in einigen Staaten, wie etwa Italien und Portugal, nicht strukturell sondern lediglich im Gleichlauf mit dem BIP zurückgegangen sind. Das Verhältnis zwischen Importen und BIP ist in diesen Staaten seit dem Jahr 2008 annähernd konstant geblieben. [↘ ABBILDUNG 18 OBEN LINKS](#) Für die Zukunft lässt dies befürchten, dass mit fortschreitender Konjunkturerholung die Leistungsbilanzsalden wieder negativ werden. In einigen Volkswirtschaften, hierunter Frankreich und Italien, war der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte zum BIP im Jahr 2015 bereits wieder negativ.

182. Analog zur Umkehrung der Leistungsbilanzsalden ist für die Senkung der **Lohnstückkosten** ebenfalls zu fragen, welche Triebkräfte dahinterstecken und in welchen Wirtschaftsbereichen die Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit erreicht wurde. [↘ ABBILDUNG 18 MITTE](#) Eine detaillierte Betrachtung ergibt zwei Befunde: Erstens wurde ein erheblicher Teil der nominalen Lohnstückkostensenkung durch den **Rückgang der Beschäftigung** erzielt. Beispielsweise führten Entlassungen von weniger produktiven Arbeitskräften im Verarbeitenden Gewerbe in Spanien statistisch gesehen zu einem durchschnittlich jährlichen Rückgang der Lohnstückkosten um 4 % seit Anfang des Jahres 2008. Über tatsächliche Lohnsenkungen wurden nur in Griechenland die Lohnstückkosten gesenkt. In den anderen Staaten stiegen die Löhne im Verarbeitenden Gewerbe mit durchschnittlichen Wachstumsraten von 1 % bis 2 %.
183. Zweitens ist **keine starke Reallokation** von binnenwirtschaftlich orientierten Wirtschaftsbereichen (nicht handelbare Güter) hin zu den exportorientierten Wirtschaftsbereichen (handelbare Güter) zu erkennen. Die tatsächliche Entwicklung in den einzelnen Wirtschaftsbereichen seit dem Jahr 2008 zeigt überwiegend, dass die Produktionsrückgänge im Bereich für handelbare Güter länderübergreifend überproportional waren, die Lohnsteigerungen größer ausfielen und der Rückgang der Erwerbstätigkeit besonders ausgeprägt war. Jüngst ist in einigen Mitgliedstaaten, wie etwa Spanien, sogar wieder ein überproportionaler Anstieg der Beschäftigung im Baugewerbe festzustellen. Während die Beschäftigung in Spanien im Jahr 2015 insgesamt um etwa 2,5 % zulegte, stieg sie im Baugewerbe um nahezu 6 %. Dies könnte daran liegen, dass die Geldpolitik im Baugewerbe stärkere expansive Effekte hat als im handelbaren Bereich. Sie könnte dadurch unbeabsichtigt dazu beitragen, dass die notwendige Reallokation innerhalb der Volkswirtschaften behindert wird.
184. Die mangelhafte Reallokation der Produktionsfaktoren zeigt sich in der **Arbeitsproduktivität**. [↘ ABBILDUNG 18 UNTEN LINKS](#) In Griechenland ist die Stundenproduktivität im Durchschnitt seit dem Jahr 2008 jährlich um über 1 % gefallen, und in Italien stagniert sie seit rund 15 Jahren. Etwas besser stellt sich zunächst die Situation in Spanien und Portugal dar. Jedoch geht der Anstieg der Produktivität hier auf die Entlassung von weniger produktiven Arbeitskräften zurück.

Die Beschäftigungs- und Stundenrückgänge beschränken sich dabei nicht nur auf das vom vorangegangenen Bauboom aufgeblähte Baugewerbe, sondern betreffen auch den Bereich für handelbare Güter. Es fällt daher schwer, die bisherigen Anpassungsprozesse insgesamt als Erfolg zu werten.

Kreditvergabe erholt sich nur schleppend

185. Die Finanzierungsbedingungen im Euro-Raum sind ausgesprochen günstig. Die expansive Geldpolitik hat in den zurückliegenden Jahren zu deutlich sinkenden **Kreditkosten** geführt. Die Zinsen für Unternehmenskredite haben sich seit Anfang des Jahres 2012 auf unter 2 % halbiert. ↘ [ABBILDUNG 48](#) Zudem zeigt der Bank Lending Survey, dass die Banken die Kreditvergabestandards für Unternehmen und Haushalte gelockert haben (EZB, 2016b).
186. Das **Kreditvolumen** im Euro-Raum erholt sich in diesem Umfeld nur zaghaf. Seit dem Jahr 2015 ist die Veränderung der bereinigten Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften gegenüber dem Vorjahr wieder positiv. Sie stieg auf zuletzt knapp 2 % im August 2016. Eine ähnliche Entwicklung ist bei den Krediten an die privaten Haushalte zu beobachten. Angesichts der günstigen Finanzierungsbedingungen verläuft die Krediterholung allerdings eher schleppend. Zudem sind die regionalen Unterschiede groß. So war die Kreditvergabe im Aggregat der früheren Krisenländer Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien noch bis in den Sommer 2016 hinein rückläufig.
187. Nachfrageseitig dürfte die verhaltene Kreditentwicklung mit der weiterhin hohen **privaten Verschuldung** zusammenhängen. In den zurückliegenden Jahren konnten zwar beachtliche Fortschritte bei deren Abbau erzielt werden. In vielen Mitgliedstaaten liegt die private Verschuldungsquote aber nach wie vor über den Werten zu Beginn des Aufschwungs Anfang der 2000er-Jahre. Dies dürfte ein Aspekt sein, der die schwache Investitionsdynamik und die verhaltene Kreditnachfrage erklärt. Der IWF (2016c) kommt auf Basis von Panelanalysen zu dem Ergebnis, dass die durchschnittliche Investitionsquote von Unternehmen um drei Prozentpunkte geringer ausfällt, wenn die Verschuldungsquote um zehn Prozentpunkte höher ist.

Der Abbau der privaten Verschuldung könnte dadurch behindert werden, dass die expansive Geldpolitik notwendige strukturelle Anpassungsprozesse im Unternehmenssektor verzögert. So besteht in der momentanen Niedrigzinsphase die Gefahr, dass die **Kapitalmärkte** ihre **Selektionsfunktion** nicht ausreichend erfüllen. In diesem Fall werden Unternehmen im Markt gehalten, deren Zukunftsperspektiven gering sind (Zombifizierung). ↘ [ZIFFER 518](#)

188. Überdies dürfte die schwache Kreditentwicklung in einigen Mitgliedstaaten mit angebotsseitigen Problemen zusammenhängen. Insbesondere in Italien, Portugal und Griechenland belasten **ausfallgefährdete Kredite** nach wie vor die Bankbilanzen und hemmen die Kreditvergabe. ↘ [ZIFFERN 514 FF.](#) Für die kommenden zwei Jahre ist davon auszugehen, dass die Erholung der Kreditnachfrage fortschreitet. Mit einer kräftigeren Erholung der Kredite und Investitionen ist

erst zu rechnen, wenn die Bilanzanpassungen im privaten Sektor weiter fortgeschritten sind.

Reformeifer der Mitgliedstaaten versiegt

189. Neben der Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit und der Reallokation von Produktionsfaktoren sind **Strukturenreformen**, die über mehr Markt und Wettbewerb das Produktionspotenzial stärken, entscheidend für eine selbsttragende wirtschaftliche Erholung. Mehr Wettbewerb führt zu einem effizienteren Einsatz von Arbeit und Kapital. Es kommt zu einem Aufbau von Beschäftigung und zu mehr Wachstum. Langfristig ergeben sich daher positive Effekte auf die wirtschaftliche Aktivität (Forni et al., 2010; Gomes et al., 2013; Gerali et al., 2015; IWF, 2015b). Kurzfristig ist der Zusammenhang weniger eindeutig. Die Antizipation der positiven Beschäftigungs- und Einkommenseffekte kann jedoch bereits kurzfristig mehr Nachfrage bewirken (JG 2015 Ziffer 348). Insbesondere Produktmarktreforemen können bereits in der kurzen Frist positiv wirken (Gal und Hijzen, 2016; IWF, 2016d).
190. Für den Euro-Raum zeigen mehrere aktuelle Analysen, dass der **Reformeifer** nach den entschlossenen Maßnahmen, die im Zeitraum der Jahre 2011 bis 2013 durchgeführt worden waren, **merklich nachgelassen** hat (OECD, 2016d; IWF, 2016c; EZB, 2016c). Problematisch ist dies vor allem, weil die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in vielen Mitgliedstaaten nach wie vor nicht ausreichend wettbewerbsfähig sind. So zeigt etwa eine Auswertung der EZB (2016c) auf Basis der Worldwide Governance Indicators, dass die Qualität der Institutionen im Euro-Raum gegenüber anderen Industriestaaten deutlich schlechter ist. Von den großen Mitgliedstaaten des Euro-Raums schneiden in diesem Vergleich Italien und Spanien besonders schlecht ab. Breiter gefasste Indikatoren wie der Global Competitiveness Indicator der Weltbank bestätigen diese Sicht. Für die wirtschaftliche Perspektive des Euro-Raums wäre es daher wichtig, dass die Mitgliedstaaten wieder größere Anstrengungen unternehmen, um die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zu verbessern.

3. Ausblick

191. Die Voraussetzungen für einen selbsttragenden Aufschwung sind im Euro-Raum trotz einiger Fortschritte nicht erfüllt. In vielen Mitgliedstaaten bestehen **strukturelle Probleme** aufgrund der zu geringen Wettbewerbsfähigkeit und der unzureichenden Reallokation von Produktionsfaktoren in produktivere Wirtschaftsbereiche. Den Ausblick trüben zudem die anhaltend hohe Verschuldung der öffentlichen und privaten Sektoren sowie der geringe politische Ehrgeiz bei der Umsetzung von produktivitäts- und wettbewerbsfördernden Reformen. Der Übergang in eine stabile und endogen getriebene Konjunkturerholung dürfte erst dann gelingen, wenn die Altlasten der Krise weiter abgebaut sind und sich größere Fortschritte bei den notwendigen Strukturanpassungen einstellen.
192. Die Wirtschaftsleistung des gesamten Euro-Raums wird in der **zweiten Hälfte des Jahres 2016** voraussichtlich dennoch weiter mit Raten oberhalb des Potenzials expandieren. Aus Sicht des Sachverständigenrates dürfte die wesentli-

che Triebkraft hinter dieser Entwicklung die Geldpolitik bleiben. Es ist davon auszugehen, dass die Ausrichtung der Geldpolitik bis in das Jahr 2017 hinein expansiv bleibt. Jedoch dürfte sich der Einfluss der diskretionären Maßnahmen auf die Wirtschaftsleistung mit zunehmendem Prognosehorizont verringern, sofern keine weiteren Maßnahmen beschlossen werden. Zudem laufen die positiven Realeinkommenseffekte des Ölpreisverfalls und die exportsteigernden Abwertungseffekte aus. Für das Jahr 2017 ist daher zu erwarten, dass die strukturellen Probleme wieder stärker zum Vorschein kommen und die Wachstumsraten wieder zurückgehen.

193. Der Sachverständigenrat erwartet für die Jahre 2016 und 2017 im Euro-Raum insgesamt einen Zuwachs des BIP von 1,6 % beziehungsweise 1,4 %. [TABELLE 2](#) Die Verbraucherpreisinflation wird in diesem Jahr aufgrund der anhaltenden Basiseffekte des Ölpreisverfalls voraussichtlich noch bei 0,2 % liegen. Mit dem Auslaufen dieses Effekts dürfte jedoch die deutlich höhere Kerninflationsrate wieder kräftiger durchwirken. Diese beträgt im Jahr 2016 voraussichtlich 0,9 % und im Jahr 2017 1,2 %. Der Sachverständigenrat rechnet im Jahr 2017 mit einer Verbraucherpreisinflation von 1,3 %. [ABBILDUNG 19](#)

▾ TABELLE 2

Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote im Euro-Raum

Land/Ländergruppe	Gewicht in % ¹	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise ²			Arbeitslosenquote ³		
		Veränderung zum Vorjahr in %						%		
		2015	2016 ⁴	2017 ⁴	2015	2016 ⁴	2017 ⁴	2015	2016 ⁴	2017 ⁴
Euro-Raum⁵	100	2,0	1,6	1,4	0,0	0,2	1,3	10,9	10,1	9,7
darunter:										
Deutschland	29,0	1,7	1,9	1,3	0,1	0,4	1,5	4,6	4,3	4,2
Frankreich	20,9	1,3	1,3	1,2	0,1	0,3	1,2	10,4	10,0	9,8
Italien	15,7	0,7	0,7	0,6	0,1	- 0,1	0,8	11,9	11,5	11,2
Spanien	10,3	3,2	3,2	2,6	- 0,6	- 0,5	1,1	22,1	19,9	18,3
Niederlande	6,5	2,0	1,7	1,7	0,2	0,0	1,1	6,9	6,3	5,9
Belgien	3,9	1,5	1,5	1,5	0,6	1,8	2,1	8,5	8,2	8,1
Österreich	3,2	1,0	1,5	1,4	0,8	0,8	1,6	5,7	5,9	5,8
Irland	2,4	26,3	2,8	3,8	0,0	- 0,1	1,0	9,4	8,2	7,4
Finnland	2,0	0,2	1,0	1,3	- 0,2	0,3	1,3	9,4	8,9	8,5
Portugal	1,7	1,6	1,0	1,4	0,5	0,7	1,2	12,6	11,4	10,5
Griechenland	1,7	- 0,2	- 0,5	0,5	- 1,1	0,0	0,9	24,9	23,4	22,4
Euro-Raum ohne Deutschland	71,0	2,3	1,6	1,5	0,0	0,2	1,2	13,1	12,2	11,6

1 – Anteil des nominalen BIP des Jahres 2015 am nominalen BIP 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 2015. 4 – Prognose des Sachverständigenrates. 5 – Gewichteter Durchschnitt der 19 Mitgliedstaaten des Euro-Raums.

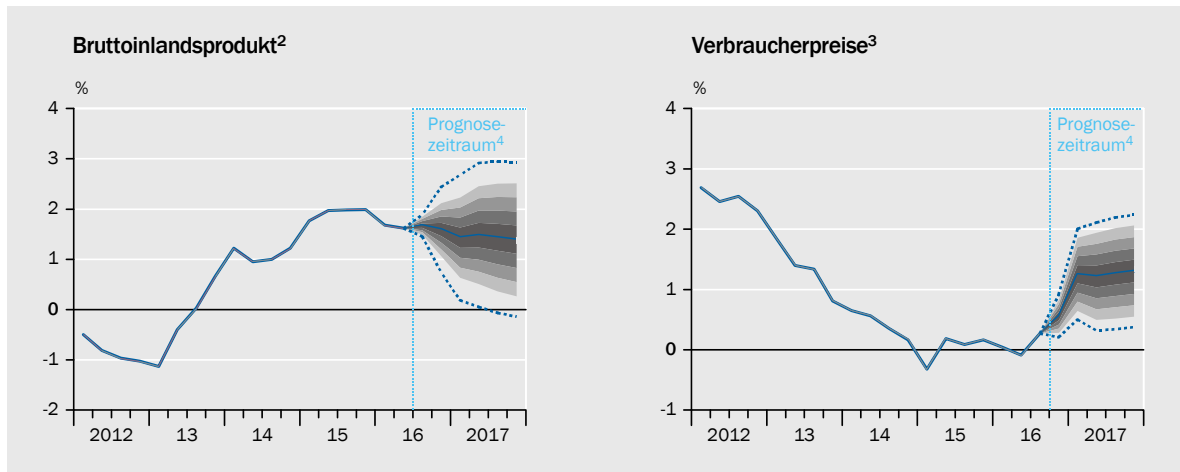
Quelle: Eurostat

© Sachverständigenrat | 16-275

Daten zur Tabelle

▾ ABBILDUNG 19

Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise im Euro-Raum¹



1 – Veränderung zum Vorjahr; Unsicherheitsmargen berechnet auf Grundlage des mittleren absoluten Prognosefehlers des Zeitraums 1999 bis 2015. Die Breite des symmetrisch um den wahrscheinlichsten Wert verteilten Bandes entspricht dem doppelten mittleren absoluten Prognosefehler; gestrichelte Linie: 68 %-Konfidenzintervall. 2 – Reale Werte, kalender- und saisonbereinigt. 3 – Harmonisierter Verbraucherpreisindex. 4 – Prognose des Sachverständigenrates.

Quellen: Eurostat, eigene Berechnungen

Daten zur Abbildung

© Sachverständigenrat | 16-294

ANHANG

TABELLE 3

Finanzpolitische Kennziffern ausgewählter Mitgliedstaaten des Euro-Raums

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tatsächlicher Finanzierungssaldo¹								
Euro-Raum	- 2,2	- 6,3	- 6,2	- 4,2	- 3,6	- 3,0	- 2,6	- 2,1
Deutschland	- 0,2	- 3,2	- 4,2	- 1,0	- 0,0	- 0,2	0,3	0,7
Frankreich	- 3,2	- 7,2	- 6,8	- 5,1	- 4,8	- 4,0	- 4,0	- 3,5
Griechenland	- 10,2	- 15,1	- 11,2	- 10,3	- 8,8	- 13,2	- 3,6	- 7,5
Irland	- 7,0	- 13,8	- 32,1	- 12,6	- 8,0	- 5,7	- 3,7	- 1,9
Italien	- 2,7	- 5,3	- 4,2	- 3,7	- 2,9	- 2,7	- 3,0	- 2,6
Portugal	- 3,8	- 9,8	- 11,2	- 7,4	- 5,7	- 4,8	- 7,2	- 4,4
Spanien	- 4,4	- 11,0	- 9,4	- 9,6	- 10,5	- 7,0	- 6,0	- 5,1
Primärsaldo¹								
Euro-Raum	0,8	- 3,5	- 3,4	- 1,2	- 0,6	- 0,2	0,1	0,3
Deutschland	2,5	- 0,6	- 1,7	1,5	2,3	1,8	2,1	2,2
Frankreich	- 0,4	- 4,8	- 4,4	- 2,5	- 2,2	- 1,8	- 1,8	- 1,5
Griechenland	- 5,4	- 10,1	- 5,3	- 3,0	- 3,7	- 9,1	0,4	- 3,9
Irland	- 5,7	- 11,8	- 29,3	- 9,3	- 3,9	- 1,4	0,1	0,7
Italien	2,2	- 0,9	0,0	1,0	2,3	2,1	1,6	1,5
Portugal	- 0,7	- 6,8	- 8,2	- 3,1	- 0,8	0,0	- 2,3	0,2
Spanien	- 2,9	- 9,3	- 7,5	- 7,2	- 7,5	- 3,5	- 2,5	- 2,0
Konjunkturbereinigter Finanzierungssaldo²								
Euro-Raum	- 3,1	- 4,3	- 5,0	- 3,6	- 2,5	- 1,5	- 1,2	- 1,2
Deutschland	- 1,1	- 0,7	- 3,2	- 1,6	- 0,5	0,1	0,4	0,9
Frankreich	- 4,1	- 5,8	- 5,9	- 4,8	- 4,1	- 3,2	- 2,7	- 2,4
Griechenland	- 12,5	- 15,6	- 9,8	- 5,8	- 2,6	- 6,9	0,9	- 3,5
Irland	- 7,7	- 11,6	- 30,2	- 11,3	- 6,2	- 3,6	- 2,8	- 3,2
Italien	- 3,3	- 3,1	- 3,1	- 2,6	- 1,1	- 0,6	- 0,9	- 1,1
Portugal	- 4,0	- 8,5	- 10,7	- 6,3	- 3,1	- 2,2	- 5,2	- 3,2
Spanien	- 5,1	- 9,2	- 7,1	- 6,6	- 6,4	- 2,4	- 2,3	- 3,1
Schuldenstand¹								
Euro-Raum	68,6	78,4	83,8	86,1	89,5	91,3	92,0	90,4
Deutschland	65,1	72,6	81,0	78,7	79,9	77,5	74,9	71,2
Frankreich	68,0	78,9	81,6	85,2	89,5	92,3	95,3	96,2
Griechenland	109,4	126,7	146,2	172,1	159,6	177,4	179,7	177,4
Irland	42,4	61,7	86,3	109,6	119,5	119,5	105,2	78,6
Italien	102,4	112,5	115,4	116,5	123,3	129,0	131,9	132,3
Portugal	71,7	83,6	96,2	111,4	126,2	129,0	130,6	129,0
Spanien	39,4	52,7	60,1	69,5	85,7	95,4	100,4	99,8

1 – In Relation zum nominalen BIP. 2 – In Relation zum Produktionspotenzial.

Quellen: Europäische Kommission, Eurostat

© Sachverständigenrat | 16-336

Daten zur Tabelle

TABELLE 4

Konjunkturelle Lage der Mitgliedstaaten des Euro-Raums

Land	Abweichung der Niveauewerte vom Vorkrisenniveau		Abweichung der Niveauewerte vom Potenzialniveau		Potenzialwachstum ⁵	Veränderung zwischen den Jahren 2013 und 2015		
	BIP ¹	ALQ ²	BIP ³	ALQ ⁴	BIP	Output-Lücke	BIP	ALQ
	%	Prozentpunkte	%	Prozentpunkte	%	Prozentpunkte	%	Prozentpunkte
Deutschland	6,3	- 2,8	- 0,2	0,2	1,5	0,5	3,3	- 0,6
Estland	- 2,1	1,6	- 0,4	1,8	2,5	- 0,8	4,3	- 2,4
Irland	27,5	4,7	0,2	- 0,1	4,0	7,4	37,0	- 3,7
Lettland	- 5,3	3,8	0,6	1,4	2,2	1,1	4,9	- 2,0
Litauen	4,0	4,8	0,7	0,9	2,5	0,7	5,3	- 2,7
Malta	21,4	- 0,6	1,4	0,1	4,4	1,4	9,8	- 1,0
Slowakei	12,2	1,9	- 0,2	- 0,0	2,7	1,8	6,5	- 2,7
Belgien	5,5	1,5	- 0,4	- 0,6	1,1	1,1	3,2	0,1
Frankreich	3,7	3,0	- 1,3	- 0,6	0,8	0,2	1,9	0,1
Niederlande	1,3	3,2	- 0,7	- 0,9	0,8	2,0	3,4	- 0,4
Luxemburg	14,4	2,2	- 0,5	- 0,7	2,9	2,0	8,4	0,5
Österreich	3,3	1,6	- 0,8	- 0,3	0,9	- 0,0	1,6	0,3
Slowenien	- 4,6	4,6	- 0,9	- 0,9	0,7	4,1	5,5	- 1,1
Spanien	- 4,7	13,9	- 4,0	- 3,7	- 0,0	4,6	4,6	- 4,0
Finnland	- 5,7	3,0	- 2,6	- 1,3	0,0	- 0,4	- 0,5	1,2
Griechenland	- 26,4	17,1	- 8,1	- 4,9	- 2,1	4,7	0,1	- 2,6
Italien	- 7,9	5,8	- 2,4	- 1,5	- 0,3	1,8	0,8	- 0,2
Portugal	- 5,6	3,8	- 2,2	- 0,1	- 0,1	3,0	2,5	- 3,8
Zypern	- 9,0	11,3	- 2,5	- 3,6	- 1,3	3,9	0,1	- 0,9

1 – Für Estland, Irland, Griechenland, Italien, Lettland und Luxemburg: Abweichung des Jahres 2015 zum Hochpunkt im Jahr 2007. Für alle anderen Länder zum Hochpunkt im Jahr 2008. 2 – Für Estland, Irland, Spanien, Italien, Lettland, Litauen, Luxemburg: Abweichung des Jahres 2015 zum Tiefpunkt im Jahr 2007. Für alle anderen Länder zum Tiefpunkt im Jahr 2008. 3 – Reales BIP abzüglich Produktionspotenzial in Relation zum Produktionspotenzial; Produktionspotenzial Deutschland nach eigener Schätzung; BIP für Irland bereinigt um den sprunghaften Anstieg des BIP im 1. Quartal 2015. 4 – Differenz zwischen NAWRU und Arbeitslosenquote. 5 – Bezogen auf das Jahr 2015.

Quellen: Europäische Kommission, Eurostat, eigene Berechnungen

© Sachverständigenrat | 16-430

Daten zur Tabelle

LITERATUR

- Baker, J. et al. (2016), The short-term economic impact of leaving the EU, *National Institute Economic Review* 236, 108–120.
- BIZ (2016), *86. Jahresbericht – 1. April 2015-31. März 2016*, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel.
- Bussière, M., G. Callegari, F. Ghironi, G. Sestieri und N. Yamano (2013), Estimating trade elasticities: Demand composition and the trade collapse of 2008-2009, *American Economic Journal: Macroeconomics* 5.3, 118–151.
- Carstensen, K., S. Henzel, J. Mayr und K. Wohlrabe (2009), IFOCAST: Methoden der Kurzfristprognose, *ifo Schnelldienst* 23/2009, 15–28.
- CBO (2016), *An update to the budget and economic outlook: 2016 to 2026 – August 2016*, Congressional Budget Office, Washington, DC.
- Daly, M.C., B. Hobijn, A. Şahin und R.G. Valletta (2012), A Search and Matching Approach to Labor Markets: Did the Natural Rate of Unemployment Rise?, *Journal of Economic Perspectives* 26, 3–26.
- Deutsche Bundesbank (2016a), Zur Schwäche des Welthandels, *Monatsbericht* März 2016, 13–37.
- Deutsche Bundesbank (2016b), Zu den gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der quantitativen Lockerung im Euro-Raum, *Monatsbericht* Juni 2016, 29–54.
- Europäische Kommission (2016a), European economic forecast - Spring 2016, Institutional Paper 25, Brüssel.
- Europäische Kommission (2016b), *Empfehlung für einen Beschluss des Rates zur Feststellung, dass Spanien auf die Empfehlung des Rates vom 21. Juni 2013 nicht mit wirksamen Maßnahmen reagiert hat*, SWD(2016) 241 final, Brüssel.
- Europäische Kommission (2016c), *Recommendation for a council decision establishing that no effective action has been taken by Portugal in response to the council recommendation of 21 June 2013*, SWD(2016) 240 final, Brüssel.
- Evenett, S.J. und J. Fritz (2016), *Global trade plateaus - The 19th global trade alert report*, Centre for Economic Policy Research, London.
- EZB (2016a), Jüngste Entwicklung der Kapitalströme in die Schwellenländer, *Wirtschaftsbericht* 5/2016, Frankfurt am Main, 20–23.
- EZB (2016b), *The euro area bank lending survey - Third quarter of 2016*, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- EZB (2016c), Steigerung der Widerstandsfähigkeit und des langfristigen Wachstums: die Bedeutung stabiler Institutionen und Wirtschaftsstrukturen für die Länder des Euro-Währungsgebiets und die WWU, *Wirtschaftsbericht* 5/2016, 92–117.
- Fernald, J. (2015), Productivity and potential output before, during, and after the great recession, in: Parker, J. A. und M. Woodford (Hrsg.): *NBER Macroeconomics annual 2014*, Volume 29, University of Chicago Press.
- Forni, L., A. Gerali und M. Pisani (2010), Macroeconomic effects of greater competition in the service sector: The case of Italy, *Macroeconomic Dynamics* 14, 677–708.
- Gal, P. und A. Hijzen (2016), *The short-term impact of product market reforms: A cross-country firm-level analysis*, Economics Department Working Paper 1311, Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris.
- Gerali, A., A. Notarpietro und M. Pisani (2015), *Structural reforms and zero lower bound in a monetary union*, Working Paper 1002, Banca d'Italia, Rom.
- Gomes, S., P. Jacquinot, M. Mohr und M. Pisani (2013), Structural reforms and macroeconomic performance in the euro area countries: A model-based assessment, *International Finance* 16, 23–44.
- Gordon, R.J. (2012), *Is U.S. economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds*, NBER Working Paper 18315, Cambridge.
- Hofmann, B. und B. Bogdanova (2012), Taylor Rules and Monetary Policy: A Global 'Great Deviation'?, *BIS Quarterly Review* September 2013, 37–49.
- Iacoviello, M. und S. Neri (2010), Housing market spillovers: evidence from an estimated DSGE Model, *American Economic Journal: Macroeconomics* 2, 125–164.
- IRC Trade Task Force (2016), *Understanding the weakness in global trade – What is the new normal?*,

Occasional Paper 178, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.

IWF (2016a), *The People's Republic of China: 2016 Article IV Consultation*, IMF Country Report No. 16/270, Washington, DC.

IWF (2016b), *The People's Republic of China: Selected Issues*, IMF Country Report 16/271, Washington, DC.

IWF (2016c), *Euro Area Policies: Article IV Consultation*, IMF Country Report 16/219, Washington, DC.

IWF (2016d), *Too slow for too long*, *World Economic Outlook*, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.

IWF (2015a), *Uneven growth: Short- and long-term factors*, *World Economic Outlook*, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.

IWF (2015b), *Structural reforms and macroeconomic performance: Initial considerations for the fund*, *Staff Report*, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.

IWH (2011), Der IWH-Flash-Indikator, *Wirtschaft im Wandel* 1/2011, 13–14.

Noland, M., G.C. Hufbauer, S. Robinson und T. Moran (2016), *Assessing trade agendas in the US presidential campaign*, PIIE Briefing 16–6, Washington, DC.

Nunns, J., L. Burman, B. Page, J. Rohaly und J. Rosenberg (2016), *An analysis of Donald Trump's revised tax plan*, Tax Policy Center, Washington, DC.

OECD (2016a), *Cardiac arrest or dizzy spell: Why is world trade so weak and what can policy do about it?*, OECD Economic Policy Paper No. 18, Paris.

OECD (2016b), *Economic outlook - June 2016*, Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris.

OECD (2016c), *The economic consequences of Brexit: A taxing decision*, OECD Economic Policy Paper 16, Paris.

OECD (2016d), *Economic Policy Reforms: Going for Growth - Interim report*, Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris.

Praet, P. (2016), *The ECB's monetary policy response to disinflationary pressures*, Rede, ECB and Its Watchers XVII conference, Frankfurt am Main, 7. April.

Projektgruppe *Gemeinschaftsdiagnose* (2013), *Deutsche Konjunktur erholt sich - Wirtschaftspolitik stärker an der langen Frist ausrichten*, Gemeinschaftsdiagnose im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie, Berlin.

Rat der Europäischen Union (2016a), *Recommendation for a council implementing decision on imposing a fine on Portugal for failure to take effective action to address an excessive deficit*, Brüssel.

Rat der Europäischen Union (2016b), *Recommendation for a council implementing decision on imposing a fine on Spain for failure to take effective action to address an excessive deficit*, Brüssel.

RWI (2011), Ein System von Brückengleichungen für die Kurzfristprognose, *RWI Konjunkturberichte* 62, 65–67.

Weidner, J. und J.C. Williams (2011), *What is the new normal unemployment rate?*, *FRBSF Economic Letter* 5.