

INTERNATIONALE KONJUNKTUR: WELTWIRT- SCHAFT IM AUFWIND

I. Weltwirtschaft: Wachstum gefestigt

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

II. Konjunktur außerhalb des Euro-Raums

1. Vereinigte Staaten: Wachstumsdynamik setzt sich trotz politischer Unsicherheit fort
2. China: Beständiges Wachstum mit Risiken
3. Japan: Aufschwung und angespannter Arbeitsmarkt
4. Vereinigtes Königreich: Brexit-Countdown läuft

III. Euro-Raum: Aufschwung übertrifft Erwartungen

1. Konjunkturelle Lage
2. Strukturelle Anpassungen und Probleme
3. Ausblick

Literatur

DAS WICHTIGSTE IN KÜRZE

Die **Weltwirtschaft befindet sich im Aufschwung**. Die Investitionen und der Handel entwickeln sich seit dem zweiten Halbjahr 2016 wieder dynamischer, und die Arbeitslosigkeit geht zurück. Zugleich haben sich die Erwartungen aufgeheitert, nicht zuletzt, da sich die Weltwirtschaft **verringerten Risiken** ausgesetzt sieht. So haben sich Befürchtungen eines zunehmenden Protektionismus bisher nicht bewahrheitet. In europäischen Wahlen konnten sich in diesem Jahr vorwiegend pro-europäische Parteien durchsetzen, sodass Sorgen um den Zusammenhalt der Europäischen Union nachließen. In China blieb ein Wachstumseinbruch aus. Die **verbesserte Stimmung** der Unternehmen und Haushalte zeugt von einem gefestigten Vertrauen in die weitere wirtschaftliche Entwicklung. Die expansive Geldpolitik treibt das Wachstum zusätzlich an.

Vor allem der Euro-Raum wächst deutlich stärker als im Vorjahr erwartet. Auch in Japan hat sich das Wachstum beschleunigt. Die Vereinigten Staaten befinden sich weiterhin in einem robusten Aufschwung. Fiskalische Maßnahmen, welche die US-amerikanische Wirtschaft möglicherweise zusätzlich stimuliert hätten, wurden bislang von der Regierung jedoch nicht umgesetzt. Im Vereinigten Königreich hat sich das Wachstum spürbar verlangsamt. Dies dürfte nicht zuletzt der politischen Unsicherheit in Folge des Brexit-Votums geschuldet sein. Die Energie- und Rohstoffpreise haben sich stabilisiert und dürften dazu beigetragen haben, dass viele rohstoffexportierende Schwellenländer ihre Wachstumsschwäche überwunden haben. Den größten Beitrag zum globalen Wachstum liefert China, dessen Wirtschaft unvermindert stark wächst.

Im **Euro-Raum** hat sich der konjunkturelle **Aufschwung merklich beschleunigt**. Die Wirtschaft wächst deutlich stärker als ihr Potenzial. Zum Teil liegt dies an der weiterhin sehr expansiv ausgerichteten Geldpolitik. Jedoch dürften die strukturellen Anpassungen in vielen Mitgliedstaaten seit der Finanzkrise zum Aufschwung maßgeblich beigetragen haben. Zudem steigen die Investitionen kräftig. Vor diesem Hintergrund scheint eine anhaltend positive Entwicklung im Euro-Raum möglich. Erfreulich ist, dass Mitgliedstaaten, die sich in der Vergangenheit wenig dynamisch entwickelt haben, ebenfalls stärker wachsen. Dennoch bestehen weiterhin strukturelle Probleme. Die Arbeitslosigkeit und die öffentliche Verschuldung sind zum Teil immer noch bedenklich hoch. Zudem stieg die Produktivität im Euro-Raum seit einiger Zeit nur schwach an. Dies dürfte zur relativ verhaltenen Lohnentwicklung beigetragen haben.

Wenngleich sich das Verhältnis von **Chancen und Risiken** im Herbst 2017 ausgewogener darstellt als vor einem Jahr, bestehen weiterhin zahlreiche Risiken für die Weltwirtschaft. Hierzu zählen steigende geopolitische Spannungen, protektionistische Maßnahmen, wiederkehrende Zweifel an der politischen Stabilität im Euro-Raum sowie ein Wachstumseinbruch in China. Ein weiteres Risiko stellt die Möglichkeit eines stärker als erwarteten Anstiegs der Inflation in den Vereinigten Staaten oder im Euro-Raum dar. Dadurch könnten die Zentralbanken in Zugzwang geraten, die Zinsen zu erhöhen. Dies würde einen geordneten Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik erschweren und möglicherweise zu Turbulenzen an den Finanzmärkten führen.

Der Sachverständigenrat erwartet insgesamt eine **Fortsetzung des Aufschwungs**. Für die Jahre 2017 und 2018 prognostiziert er ein Wachstum des Welt-BIP von jeweils 3,2 %. Die Vereinigten Staaten, China und das Vereinigte Königreich dürften im Jahr 2018 ähnlich schnell wachsen wie im Jahr 2017. In Japan und im Euro-Raum ist dies ebenfalls zu erwarten. Angesichts der zunehmenden Auslastung der Produktionskapazitäten dürften die Wachstumsraten im weiteren Verlauf leicht zurückgehen und die Kerninflation moderat ansteigen.

I. WELTWIRTSCHAFT: WACHSTUM GEFESTIGT

1. Konjunkturelle Lage

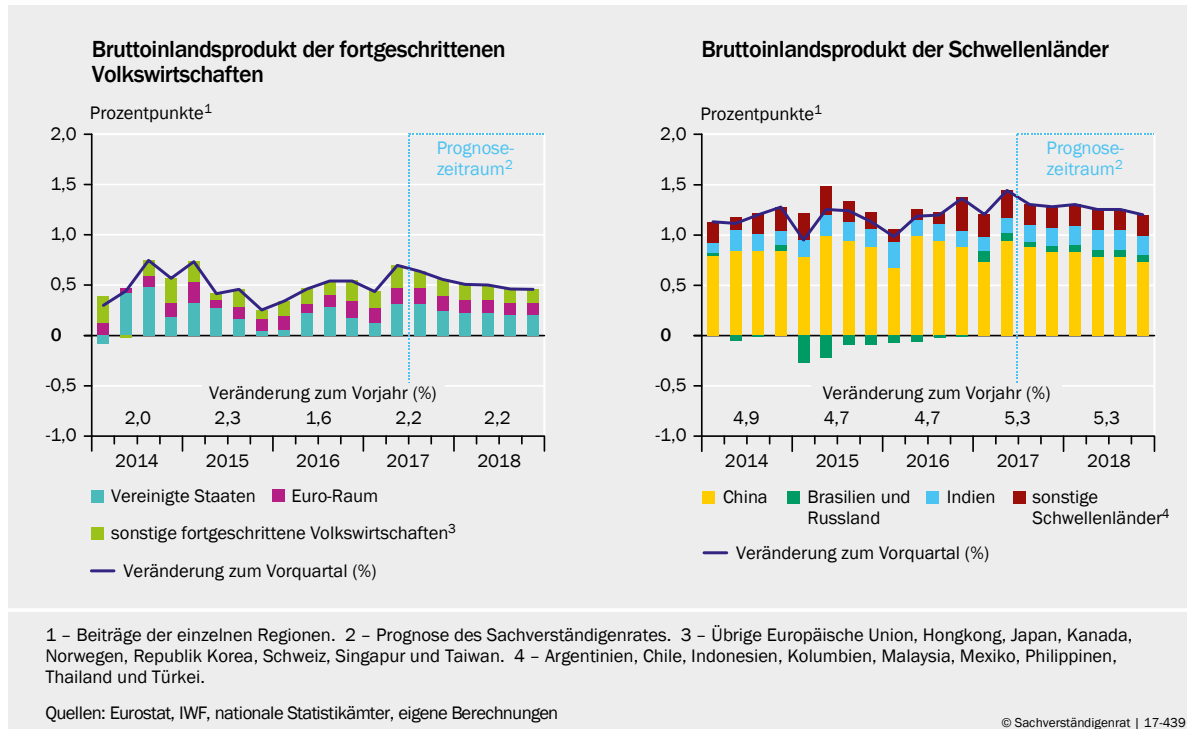
183. Das **Wachstum der Weltwirtschaft** hat seit Ende des Jahres 2016 spürbar angezogen. Gleichzeitig sind die Investitionen und der Welthandel deutlich angestiegen. Die **Aufschwungsdynamik** umfasst dabei zunehmend mehr Volkswirtschaften. Die unerwartet kräftige Belebung der Weltkonjunktur dürfte auf eine schrittweise **Aufhellung der Erwartungen** seit Herbst 2016 zurückgehen. Einen maßgeblichen Anteil daran dürfte haben, dass mehrere bedeutende Risiken aus Sicht der Marktakteure an Gewicht verloren haben.

So gelang es beispielsweise der chinesischen Regierung, einen scharfen Wachstumseinbruch zu verhindern. Die chinesische Wirtschaft wächst weiter kräftig, und die Kapitalflucht wurde vorerst eingedämmt. In den Vereinigten Staaten blieben die von Donald Trump angekündigten umfassenden protektionistischen Maßnahmen bislang aus. Das Brexit-Votum und die anschließenden Austrittsverhandlungen gingen zwar mit einer Verlangsamung des Wachstums im Vereinigten Königreich einher, jedoch nicht mit einem Wirtschaftseinbruch. Darüber hinaus konnten sich pro-europäische Parteien bei den nationalen Wahlen in zentralen Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion durchsetzen.

184. Während die Voraussetzungen für einen Aufschwung schon länger gegeben waren, dürften diese Entwicklungen das **Vertrauen von Unternehmen und Haushalten gestärkt** haben. Stimmungsindikatoren weisen darauf hin, dass die Wirtschaftsakteure ihre Zukunftserwartungen weltweit im Gleichschritt mit diesen Ereignissen seit Herbst 2016 nach oben revidiert haben. Das gestiegene Vertrauen in den Aufschwung dürfte zusammen mit den vielerorts bereits gut ausgelasteten Kapazitäten zur **dynamischen Entwicklung der Investitionen** und der damit einhergehenden **Belebung des Welthandels** beigetragen haben. Zugleich stärken die expansive Geld- und Fiskalpolitik die globale Nachfrage. Die Beschleunigung des Wachstums in den einzelnen Regionen dürfte sich dabei gegenseitig verstärkt haben. Inzwischen scheint die globale konjunkturelle Dynamik derart gefestigt, dass mit einer Fortsetzung des Aufschwungs im Prognosezeitraum gerechnet werden kann.
185. Zur Beschleunigung des Wachstums der Weltwirtschaft tragen insbesondere die **fortgeschrittenen Volkswirtschaften** bei. [↘ ABBILDUNG 7 LINKS](#) Im Euro-Raum und in Japan hat die Aufschwungsdynamik spürbar zugenommen. In den Vereinigten Staaten setzt sich der Aufschwung trotz des relativ schwachen Anstiegs des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts (BIP) im ersten Quartal 2017 weiter fort. Lediglich im Vereinigten Königreich zeigt sich in der ersten Jahreshälfte eine merkliche Abschwächung des Wirtschaftswachstums.
186. In den **Schwellenländern** ergibt sich ein gemischteres Bild, wenngleich das positive Wachstum inzwischen mehr Länder als in den vergangenen Jahren erfasst. [↘ ABBILDUNG 7 RECHTS](#) Während die chinesische Volkswirtschaft im bisherigen Jahresverlauf kräftig wuchs, verlangsamte sich in Indien das Expansionstempo

➤ **ABBILDUNG 7**

Voraussichtliche Entwicklung der Weltwirtschaft



Daten zur Abbildung

etwas. In Lateinamerika zeichnen sich in Brasilien und Argentinien hingegen ein Ende der Rezessionen und der Beginn einer Erholungsphase ab. Nicht zuletzt die Stabilisierung des Rohölpreises dürfte dazu beigetragen haben, dass sich viele rohstoffexportierende Volkswirtschaften, wie beispielsweise Russland, ebenfalls erholen.

187. Das etwas kräftigere Wachstum der Weltwirtschaft geht mit einer stärkeren **Zunahme des Welthandels** einher. ➤ **ABBILDUNG 8 OBEN LINKS** Hierbei deutet sich ein Anstieg der Handelselastizität an, die in den vergangenen Jahren deutlich gesunken war. Dies dürfte mit der dynamischeren Entwicklung der Investitionen zusammenhängen, die eine vergleichsweise handelsintensive Verwendungskomponente des BIP sind (JG 2016 Kasten 5).

Fortgeschrittene Volkswirtschaften gemeinsam im Aufschwung

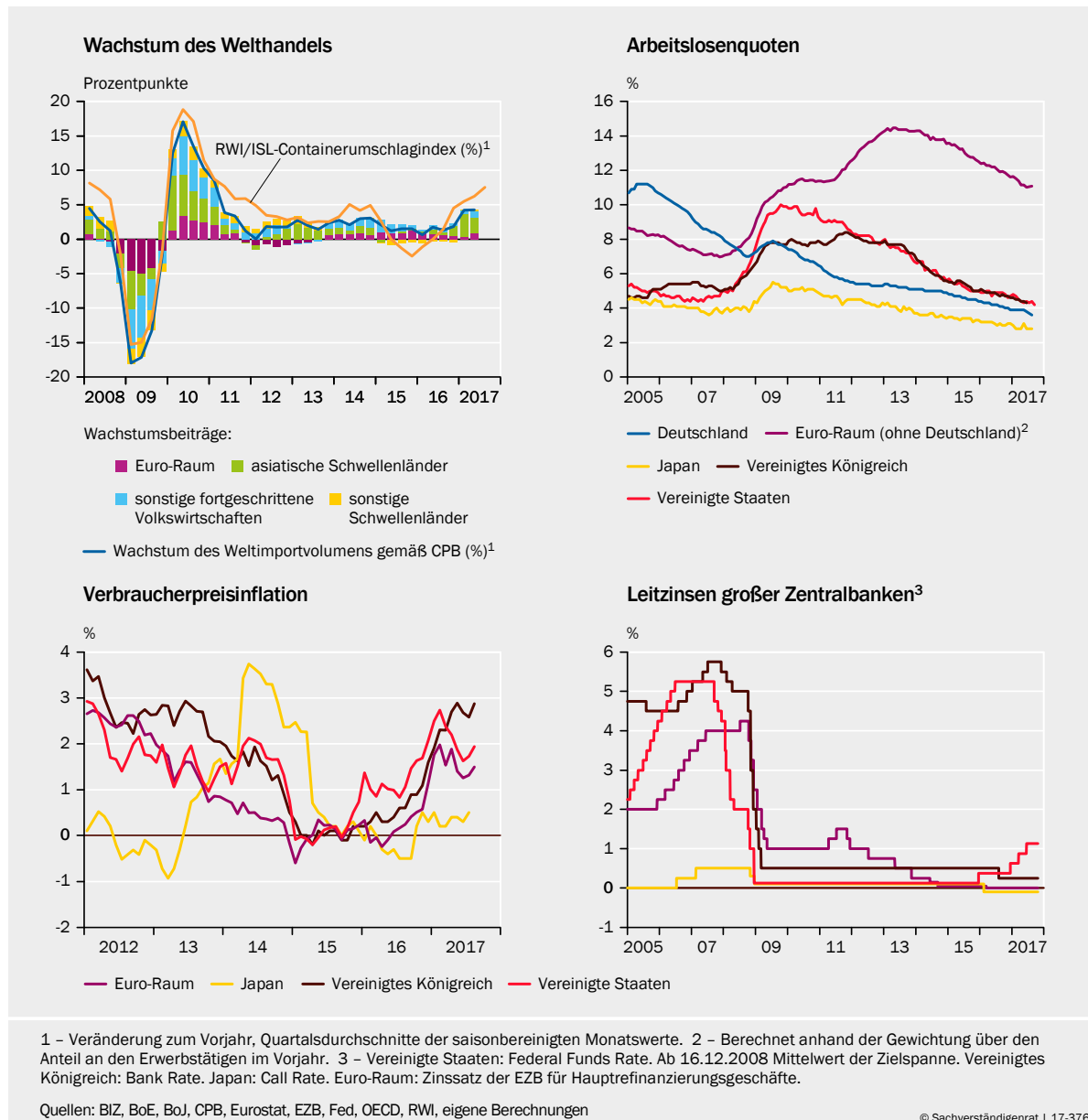
188. Für die erste Hälfte des Jahres 2017 ergibt sich das Bild eines **ausgewogenen Aufschwungs** in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Die Entwicklung verläuft insgesamt merklich positiver, als noch zu Jahresbeginn erwartet worden war. Die ehemals großen Unterschiede hinsichtlich der konjunkturellen Lage zwischen den fortgeschrittenen Volkswirtschaften haben abgenommen. Inzwischen befindet sich die überwiegende Anzahl der Volkswirtschaften in einem Aufschwung. Positiv fällt zudem auf, dass sich in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften eine Belebung der Investitionstätigkeit abzeichnet. Der Aufschwung verläuft damit geografisch sowie hinsichtlich der Wachstumsbeiträge einzelner Nachfrageaggregate ausgewogener.
189. Unter den fortgeschrittenen Volkswirtschaften hat der **Euro-Raum** in besonderem Maße zum positiveren Bild beigetragen. ➤ **ZIFFERN 231 FF.** In mehreren Mit-

gliedstaaten der Währungsunion zeigte sich in der ersten Jahreshälfte eine **anziehende Wachstumsdynamik**, die über den bisherigen Erwartungen lag. Die verbesserte konjunkturelle Entwicklung im Euro-Raum dürfte dazu beigetragen haben, dass die Wirtschaft der **osteuropäischen Länder**, die nicht der Währungsunion angehören, insbesondere seit dem vierten Quartal 2016 sehr kräftig wächst. Der Aufschwung im Euro-Raum ist im Vergleich zum Vorjahr deutlich gefestigter. Zwar ist die wirtschaftliche Erholung nach wie vor weniger weit gediehen als etwa in den Vereinigten Staaten, doch scheint sich der Abstand etwas zu verringern.

190. Dies dürfte zudem daran liegen, dass die Wirtschaft der **Vereinigten Staaten** im Jahr 2016 etwas schwächer expandiert hatte. Jedoch zeigt sich inzwischen, dass diese Entwicklung nur vorübergehend war. Der Aufschwung der US-amerikanischen Wirtschaft scheint weiterhin intakt. [↪ ZIFFERN 205 FF.](#) Dies gilt ebenfalls für Japan, wo sich die statistisch ausgewiesene Wachstumsdynamik

↪ **ABBILDUNG 8**

Wirtschaftsindikatoren zur konjunkturellen Lage der Weltwirtschaft



Daten zur Abbildung

nach der Umstellung der BIP-Berechnung auf den neuen internationalen Standard für die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen spürbar positiver darstellt. [↘ ZIFFERN 219 FF.](#) Die einzige Ausnahme unter den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften bildet die britische Volkswirtschaft. War sie nach dem Brexit-Votum im zweiten Halbjahr 2016 noch kräftig gewachsen, kam es im ersten Halbjahr 2017 zu einem Rückgang der Wachstumsraten. [↘ ZIFFERN 224 FF.](#)

191. Im Zuge des Konjunkturaufschwungs hat sich die Arbeitsmarktlage in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften merklich verbessert. Die **Arbeitslosenquoten** befinden sich in vielen Ländern inzwischen auf einem **sehr niedrigen Niveau**. [↘ ABBILDUNG 8 OBEN RECHTS](#) Dies gilt insbesondere für die Vereinigten Staaten, Japan, das Vereinigte Königreich und Deutschland. Im übrigen Euro-Raum ist die Arbeitslosenquote zwar noch vergleichsweise hoch, sie ist aber inzwischen ebenfalls spürbar zurückgegangen. Der Rückgang der Arbeitslosenquoten dürfte zum Teil strukturell bedingt sein, spiegelt aber zugleich die zunehmende Auslastung am Arbeitsmarkt wider.

Andere Kennzahlen wie die Beschäftigungsentwicklung oder breitere Maße der Unterauslastung deuten ebenfalls auf eine positivere Lage hin. Trotz des fortschreitenden Aufschwungs und der guten Arbeitsmarktentwicklung steigen die Löhne bisher nur moderat. Gründe hierfür sind unter anderem die noch verbleibende Unterauslastung, eine im historischen Vergleich schwächere Produktivitätsentwicklung sowie die in den vergangenen Jahren sehr niedrigen Inflationsraten (IWF, 2017a).

192. Die **Inflationsraten** stiegen in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften zu Beginn des Jahres 2017 wie erwartet deutlich an. [↘ ABBILDUNG 8 UNTEN LINKS](#) Dies war jedoch großteils durch die Entwicklung des Rohölpreises bedingt. Mit dem Ende des Ölpreisverfalls zum Jahresanfang 2016 lief zu Beginn des Jahres 2017 ein **Basiseffekt** aus, der die Inflationsraten bis dahin merklich gedämpft hatte. Zudem kam es zu einem vorübergehend kräftigeren Anstieg der Rohstoffpreise. Angesichts des zwischenzeitlichen erneuten Rückgangs des Ölpreises im ersten Halbjahr und dem Auslaufen des Basiseffekts gingen die Inflationsraten im weiteren Jahresverlauf wieder etwas zurück. Sie liegen allerdings nach wie vor deutlich höher als im Jahr 2016. In einigen Volkswirtschaften, wie etwa dem Euro-Raum, geht die zunehmende Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten zudem mit einem moderaten Aufwärtstrend bei der Kerninflation einher, die Energie- und Nahrungsmittelpreise unberücksichtigt lässt.
193. Das beschleunigte Wachstum in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften vollzieht sich vor dem Hintergrund einer noch immer sehr **expansiven Geldpolitik** der großen Zentralbanken. [↘ ABBILDUNG 8 UNTEN RECHTS](#) Während die US-amerikanische Federal Reserve (Fed) ihren sehr graduellen Normalisierungskurs fortgesetzt hat, beließ die Bank of England (BoE) ihren Leitzins auf dem im vergangenen Jahr erreichten sehr niedrigen Niveau. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat angekündigt, noch mindestens bis September 2018 an ihren Anleihekäufen festzuhalten, und die Bank of Japan (BoJ) folgt weiter ihrer sehr expansiven Politik der Kontrolle der Zinsstrukturkurve. Angesichts der merklich verbesserten konjunkturellen Lage ist es bemerkenswert, dass sich die Zentralban-

ken somit immer noch im Krisenmodus befinden. Durch die im Vergleich zum Vorjahr höheren Inflationsraten sind die Realzinsen vielerorts nochmals zurückgegangen.

Wieder bessere Aussichten für die Schwellenländer

194. Die Lage der **Schwellenländer** hat sich stabilisiert und etwas aufgehellt. In **China** expandierte die Volkswirtschaft im bisherigen Verlauf des Jahres 2017 etwas kräftiger als erwartet. ↘ ZIFFERN 213 FF. Das immer noch hohe Wachstum entspricht in etwa den durch die Pläne der Regierung vorgegebenen Werten. Die sonstigen asiatischen Schwellenländer wuchsen im ersten Halbjahr weiter kräftig. Lediglich in **Indien** scheint sich die Konjunktur derzeit etwas abzuschwächen. Nachdem das Wachstum bereits im Laufe des Jahres 2016 etwas zurückgegangen war, sank es im zweiten Quartal auf 5,7 % gegenüber dem Vorjahresquartal. Zumindest ein Teil dieses Rückgangs könnte auf wirtschaftspolitische Maßnahmen, wie beispielsweise die Abschaffung weit verbreiteter Banknoten und eine großangelegte Steuerreform, zurückgehen und somit von vorübergehender Natur sein.
195. Verbessert stellt sich zudem die Lage in **Lateinamerika** dar. So scheint **Brasilien** seine konjunkturelle Talsohle durchschritten zu haben. Für das erste Quartal 2017 wurde erstmals seit dem Jahr 2014 wieder ein positives Wachstum des BIP gegenüber dem Vorquartal ausgewiesen. Mit einer Wachstumsrate von annualisiert gut 4 % fiel dies sogar recht kräftig aus. In Argentinien zeigt sich ebenfalls eine deutliche Erholung der Wirtschaft, und die mexikanische Volkswirtschaft wächst seit der zweiten Jahreshälfte 2016 wieder stärker.
196. Die **russische Volkswirtschaft** scheint sich vor dem Hintergrund der etwas höheren Rohölpreise nach den bisher verfügbaren Zahlen weiter zu erholen. Nachdem es in der **Türkei** im dritten Quartal 2016 zwischenzeitlich zu einem Rückgang des BIP kam, weisen die Zahlen für das vierte Quartal eine kräftige Gegenbewegung aus. Im ersten Halbjahr 2017 wuchs die türkische Wirtschaft erneut deutlich. Zu diesem Wachstum dürften Maßnahmen der Regierung, darunter Steuersenkungen und Kreditprogramme, beigetragen haben. Das positivere globale Umfeld stützt die Exportnachfrage, und der Tourismus scheint sich etwas zu erholen. Die starke Abwertung der türkischen Lira stärkt zusätzlich die Exporte, trägt aber gleichzeitig zu dem starken Anstieg der Inflationsraten bei.

2. Ausblick

197. Der **Aufschwung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften** dürfte sich im Prognosezeitraum fortsetzen. Die Jahreswachstumsraten des BIP werden dabei im Jahr 2017 in den meisten betrachteten Volkswirtschaften voraussichtlich über den im Jahr 2016 erreichten Werten liegen. ↘ TABELLE 2 In den **Vereinigten Staaten** dürfte sich das Wachstumstempo der ersten Jahreshälfte 2017 in etwa fortsetzen. ↘ ZIFFERN 205 FF. In **Japan** ist für das Jahr 2017 mit einem vergleichsweise kräftigen Wachstum zu rechnen. Dieses dürfte sich dann nicht zuletzt an-

gesichts des bereits hohen Auslastungsgrads des japanischen Arbeitsmarkts im weiteren Verlauf wieder etwas abschwächen. [↪ ZIFFERN 219 FF.](#)

Das **Vereinigte Königreich** ist die einzige große fortgeschrittene Volkswirtschaft, in der es im Jahr 2017 zu einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums kommen dürfte. Nicht zuletzt vor dem Hintergrund der anhaltenden Unsicherheit über den weiteren Brexit-Prozess dürfte die schwache Entwicklung der

↪ TABELLE 2

Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise ausgewählter Länder

Land/Ländergruppe	Gewicht in % ¹	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise		
		Veränderung zum Vorjahr in %					
		2016	2017 ²	2018 ²	2016	2017 ²	2018 ²
Europa³	29,5	1,8	2,4	2,1	1,1	2,3	2,2
Euro-Raum ³	17,9	1,8	2,3	2,1	0,2	1,5	1,5
Vereinigtes Königreich	3,9	1,8	1,5	1,4	0,7	2,7	2,5
Russland	1,9	- 0,3	1,9	1,9	7,0	4,0	5,0
Mittel- und Osteuropa ⁴	1,6	3,0	4,5	3,5	- 0,2	1,6	1,8
Türkei	1,3	3,3	5,9	3,4	7,8	11,8	10,0
andere Länder ⁵	2,8	1,8	1,9	2,3	0,9	1,3	1,3
Amerika	36,1	1,1	2,2	2,4	2,9	2,9	2,7
Vereinigte Staaten	27,9	1,5	2,2	2,4	1,3	2,1	2,1
Lateinamerika ⁶	3,2	0,9	2,3	2,8	13,5	10,5	7,8
Brasilien	2,7	- 3,6	0,7	1,7	8,7	3,4	4,2
Kanada	2,3	1,5	3,1	2,3	1,4	1,5	1,8
Asien	34,4	4,9	5,0	4,9	1,8	1,6	2,1
China	16,9	6,7	6,8	6,5	2,0	1,6	2,0
Japan	7,4	1,0	1,6	1,3	- 0,1	0,3	0,5
asiatische Industrieländer ⁷	3,8	2,4	2,8	2,6	1,1	1,6	1,6
Indien	3,4	7,8	6,0	7,1	5,0	3,1	5,2
südostasiatische Schwellenländer ⁸	2,9	4,8	5,1	5,0	2,3	3,1	3,3
Insgesamt	100	2,6	3,2	3,2	2,0	2,3	2,3
fortgeschrittene Volkswirtschaften ⁹	67,7	1,6	2,2	2,2	0,8	1,7	1,7
Schwellenländer ¹⁰	32,3	4,7	5,3	5,3	4,6	3,5	3,7
nachrichtlich:							
exportgewichtet ¹¹	100	2,2	3,0	2,7	.	.	.
nach dem Messkonzept des IWF ¹²	100	3,2	3,7	3,8	.	.	.
Welthandel ¹³		1,4	4,1	3,4	.	.	.

1 – Anteil des nominalen BIP des Jahres 2016 in US-Dollar der aufgeführten Länder beziehungsweise Ländergruppen am nominalen BIP insgesamt. 2 – Prognose des Sachverständigenrates. 3 – In Abweichung zu Tabelle 1 im JG 2016 werden für Deutschland die kalenderbereinigten Werte des BIP berücksichtigt. 4 – Bulgarien, Kroatien, Polen, Rumänien, Tschechische Republik und Ungarn. 5 – Dänemark, Norwegen, Schweden und Schweiz. 6 – Argentinien, Chile, Kolumbien und Mexiko. 7 – Hongkong, Republik Korea, Singapur und Taiwan. 8 – Indonesien, Malaysia, Philippinen und Thailand. 9 – Asiatische Industrieländer, Euro-Raum, Mittel- und Osteuropa, Dänemark, Japan, Kanada, Norwegen, Schweden, Schweiz, Vereinigtes Königreich und Vereinigte Staaten. 10 – Lateinamerika, südostasiatische Schwellenländer, Brasilien, China, Indien, Russland und Türkei. 11 – Summe der aufgeführten Länder. Gewichtet mit den Anteilen an der deutschen Ausfuhr im Jahr 2016. 12 – Gewichte nach Kaufkraftparitäten und hochgerechnet auf den Länderkreis des IWF. 13 – Nach dem Messkonzept des niederländischen Centraal Planbureau.

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

© Sachverständigenrat | 17-311

Daten zur Tabelle

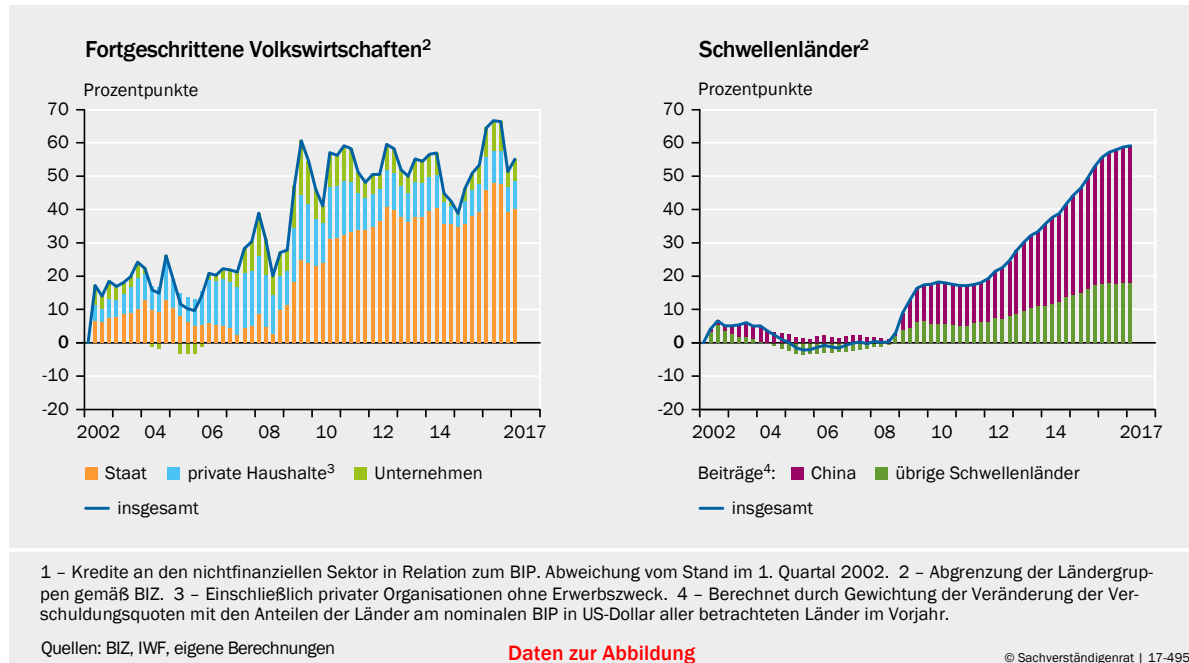
ersten Jahreshälfte 2017 im Prognosezeitraum anhalten. [↘ ZIFFERN 224 FF.](#) Im **Eu-ro-Raum** dürfte sich hingegen der Aufschwung, an dem inzwischen alle Mitgliedstaaten teilhaben, im Prognosezeitraum fortsetzen. Allerdings dürfte das derzeit sehr hohe Wachstumstempo mit der fortschreitenden Erholung wieder leicht zurückgehen. [↘ ZIFFERN 256 FF.](#) Für **weitere fortgeschrittene Volkswirtschaften** ist ebenfalls mit einem Andauern der positiven konjunkturellen Entwicklung zu rechnen. So dürfte etwa das BIP in der Gruppe der osteuropäischen Staaten oder in Kanada weiter kräftig wachsen.

198. Die **Verbraucherpreis-inflation** in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften dürfte im Jahr 2017 gegenüber den sehr niedrigen Werten im Jahr 2016 spürbar ansteigen. Hieran hat der Anstieg der Energiepreise im Vergleich zum Jahresanfang 2016 einen wichtigen Anteil. Sofern es im Prognosezeitraum nicht erneut zu deutlichen Änderungen des Rohölpreises kommt, dürfte der Beitrag der **Energiepreise** zu den Inflationsraten aufgrund der dann höheren Basiswerte im Jahresvergleich wieder zurückgehen. Allerdings dürften mit **zunehmender Auslastung der Produktionskapazitäten** die übrigen Preise wieder etwas stärker steigen, was diesem Effekt entgegelläuft.
199. Für die Gruppe der **Schwellenländer** ist für das Gesamtjahr 2017 ebenfalls mit einer leichten Beschleunigung des Wachstums zu rechnen. In **China** dürfte das im bisherigen Jahresverlauf wieder sehr kräftige Wachstum der Wirtschaftsleistung im Prognosezeitraum nur sehr graduell zurückgehen. [↘ ZIFFERN 213 FF.](#) In **Indien** ist für den Prognosezeitraum hingegen mit einer spürbaren Verlangsamung der Wachstumsraten zu rechnen. Nach Überwindung der teils durch Politikmaßnahmen bedingten temporären Probleme dürften diese aber wieder zunehmen. Für **Russland** und **Brasilien** ist damit zu rechnen, dass die Rezessionsphasen überwunden sind und die Wachstumsraten in diesen Ländern im Prognosezeitraum zunehmen.
200. Insgesamt rechnet der Sachverständigenrat für das Jahr 2017 mit einer Beschleunigung des **Wachstums der Weltwirtschaftsleistung** von 2,6 % auf 3,2 %. Für das Jahr 2018 wird mit 3,2 % eine Wachstumsrate auf demselben Niveau erwartet. Im Einklang damit ergibt sich eine Prognose für den **Zuwachs des Welthandels** nach dem Messkonzept des niederländischen Centraal Planbureau (CPB) um 4,1 % beziehungsweise 3,4 %.
201. Trotz der positiven konjunkturellen Entwicklung bestehen Probleme, die mittelfristig die Wachstumsaussichten der Weltwirtschaft trüben. So hat sich seit der Finanzkrise die **weltweite Verschuldung weiter erhöht** und liegt auf einem historisch hohen Niveau. Zwischen den einzelnen Ländergruppen bestehen allerdings Unterschiede in der Kreditentwicklung. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften haben sich vor allem die öffentlichen Haushalte weiter verschuldet. [↘ ZIFFER 520](#) Demgegenüber ging das Volumen der Kredite an die privaten Haushalte und Unternehmen in Relation zum BIP seit dem Jahr 2009 etwas zurück. [↘ ABBILDUNG 9 LINKS](#)

In den Schwellenländern zeigt sich seit dem Jahr 2009 ein starker Anstieg der Kredite an den öffentlichen und privaten nichtfinanziellen Sektor. Hierzu trägt insbesondere die deutliche Ausweitung der Verschuldung in China bei. [↘ ABBIL-](#)

➤ **ABBILDUNG 9**

Veränderung des globalen Kreditvolumens seit dem Jahr 2002¹



DUNG 9 RECHTS Diese Entwicklung wird zu einem bedeutenden Teil dem chinesischen Unternehmenssektor zugerechnet. Allerdings ist in China die Trennungslinie zwischen privaten und staatseigenen Unternehmen schwer zu ziehen. ➤ [ZIF-FERN 214 FF.](#)

Die hohe Verschuldung kann zu **Instabilitäten im Finanzsystem** beitragen oder deren Auswirkungen verstärken. Darüber hinaus engt das hohe Niveau der öffentlichen Verschuldung die **Spielräume der Staaten** ein, in der Zukunft mit fiskalpolitischen Maßnahmen auf mögliche konjunkturelle Eintrübungen zu reagieren.

3. Chancen und Risiken

- 202.** Das **Verhältnis von Chancen und Risiken** ist im Herbst 2017 **ausgewogener** als in den vorhergehenden Jahren. Die konjunkturelle Entwicklung der Weltwirtschaft erscheint robuster als zuvor. Insbesondere sind verschiedene politische Risiken, etwa jene rund um die Wahlen in Frankreich und den Niederlanden, nicht eingetreten. Trotzdem bestehen **weiterhin Risiken** für die zukünftige Entwicklung der Weltwirtschaft. Hierzu zählen geopolitische Krisen, die anhaltende politische Unsicherheit in den Vereinigten Staaten, eine deutliche Abschwächung des kreditfinanzierten Wirtschaftswachstums in China und Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten. Das Risiko umfangreicher protektionistischer Maßnahmen, etwa durch die Vereinigten Staaten, ist ebenfalls nicht gebannt.

Diesen Risiken stehen **Chancen** für ein stärkeres Wachstum der Weltwirtschaft gegenüber. Eine unerwartet kräftige Investitionsdynamik, vor allem im Euro-Raum, könnte dafür sorgen, dass die Wachstumsdynamik spürbar höher ausfällt

als in der Prognose unterstellt. Daneben könnte eine expansivere Fiskalpolitik in den Vereinigten Staaten für zusätzliche, bisher nicht berücksichtigte Impulse sorgen.

203. Risiken birgt hingegen die insbesondere in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften weiterhin sehr expansiv ausgerichtete Geldpolitik. Es besteht unter anderem das Risiko von Fehlallokationen infolge einer Verzerrung der Marktpreise. Der **Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik** findet bisher, wenn überhaupt, **nur sehr zögerlich** statt. Zwar ist die Verbraucherpreisinflation derzeit moderat, doch könnte sich dies angesichts des derzeitigen monetären Umfelds und einer steigenden Kapazitätsauslastung ändern. Die Zentralbanken könnten dann zu einem unerwarteten, schnellen Zinsanstieg gezwungen sein.

Dies birgt Risiken für die privaten und öffentlichen Schuldner, die derzeit aufgrund der niedrigen Zinsen nur einen relativ geringen Schuldendienst leisten müssen. Daneben ergeben sich **Zinsänderungsrisiken für Banken**, die vielfach sehr langfristige Kredite zu niedrigen Zinsen vergeben haben. [↘ ZIFFERN 372 FF.](#) Nicht zuletzt könnten plötzliche Änderungen der Erwartungen über die zukünftige geldpolitische Ausrichtung starke Reaktionen auf den internationalen Kapital- und Devisenmärkten hervorrufen. Ein Risiko könnte hierbei in einem deutlichen Verfall der Anleihepreise liegen. All dies verdeutlicht, wie wichtig es ist, den anstehenden Ausstiegsprozess aus der expansiven Geldpolitik rechtzeitig einzuleiten und klar zu kommunizieren. [↘ ZIFFERN 352 FF., 358 FF.](#)

204. In **Europa** haben die politischen Risiken hinsichtlich des Fortbestands der Währungsunion nach den Wahlausgängen im Jahr 2017 abgenommen. Gleichzeitig unterstreichen aber die jüngsten Entwicklungen in Katalonien die weiterhin vorhandenen politischen Spannungen. Zudem ist die Zustimmung zu EU- und Euro-kritischen Parteien Umfragen zufolge auf einem sehr hohen Niveau. Dies birgt Risiken für die italienischen Parlamentswahlen im Jahr 2018. Ein Wiederaufflammen der Euro-Krise kann somit nicht völlig ausgeschlossen werden. Weiterhin bestehen **Risiken im Bankensektor** einiger Mitgliedstaaten, etwa in Italien. Die Bestände an notleidenden Krediten sind vielerorts noch immer sehr hoch. [↘ ZIFFERN 444 FF.](#)

Für die wirtschaftliche Entwicklung in Europa wird zudem der Ausgang der Brexit-Verhandlungen eine Rolle spielen. Angesichts des bisherigen Verhandlungsprozesses ist unklar, ob bis zum Frühjahr 2019 eine Einigung erzielt werden kann. Ein Scheitern der Verhandlungen und ein „**harter Brexit**“ hätten vor allem für das Vereinigte Königreich und in geringerem Maße für die europäischen Handelspartner negative wirtschaftliche Effekte. Für die Weltwirtschaft dürfte hieraus aber kein gravierendes Negativszenario erwachsen.

II. KONJUNKTUR AUSSERHALB DES EURO-RAUMS

1. Vereinigte Staaten: Wachstumsdynamik setzt sich trotz politischer Unsicherheit fort

205. Die moderate **Wachstumsdynamik** der US-amerikanischen Volkswirtschaft hat sich **fortgesetzt**. Im ersten Halbjahr 2017 stieg das BIP annualisiert um 1,8 % gegenüber dem Vorhalbjahr. Dabei folgte auf das relativ schwache Wachstum im ersten ein deutlich stärkeres Wachstum im zweiten Quartal. Im dritten Quartal 2017 wuchs die Wirtschaft mit annualisiert 3,0 % ebenfalls kräftig. Nach dem bisherigen Verlauf ist die Ausgangslage für das Jahr 2017 merklich positiver als im Jahr 2016. Damals folgte auf eine Schwächephase im vierten Quartal 2015 und ersten Quartal 2016 eine vergleichsweise schwache Wachstumsrate des BIP von lediglich 1,5 % für das Gesamtjahr.

Im ersten Halbjahr 2017 lieferte der private Konsum erneut den größten Wachstumsbeitrag. Gleichzeitig stiegen die **Bruttoanlageinvestitionen der Unternehmen wieder stärker** und trugen deutlich zum Wachstum des BIP bei. Während der Außenbeitrag einen positiven Wachstumsbeitrag lieferte, kam von den Staatsausgaben ein leicht negativer Impuls.

206. Der **Arbeitsmarkt entwickelt sich weiterhin positiv**. [↘ ABBILDUNG 10 OBEN LINKS](#) Im September ging die Beschäftigung allerdings leicht zurück. Hieran dürften die starken Unwetter einen erheblichen Anteil gehabt haben. Bis August hatte die Beschäftigung saisonbereinigt pro Monat durchschnittlich um rund 171 000 Personen zugenommen. Dieser Zuwachs liegt nur etwas unter dem monatlichen Durchschnitt des vergangenen Jahres von 187 000 Personen. Die Arbeitslosenquote fiel im September 2017 auf 4,2 %, den niedrigsten Wert seit dem Jahr 2001. Die U6-Arbeitslosenquote, ein umfassenderes Maß der **Unterbeschäftigung**, welches beispielsweise unfreiwillig Teilzeitbeschäftigte beinhaltet, ging ebenfalls zurück und sank im September 2017 auf 8,3 %. Dieser Wert entspricht dem **Vorkrisenniveau** aus dem Jahr 2007. Die Arbeitslosenquote liegt inzwischen unter der vom Congressional Budget Office (CBO) geschätzten natürlichen Arbeitslosenquote von 4,7 %.

Die **Partizipationsquote** nähert sich ihrem Potenzialniveau an (CBO, 2017). Trotz der zunehmend hohen Auslastung des Arbeitsmarkts steigen die nominalen Löhne im historischen Vergleich eher moderat. [↘ ABBILDUNG 10 OBEN RECHTS](#) Neben dem relativ schwachen Produktivitätswachstum dürften Kompositionseffekte auf dem Arbeitsmarkt daran einen großen Anteil haben (Daly et al., 2016).

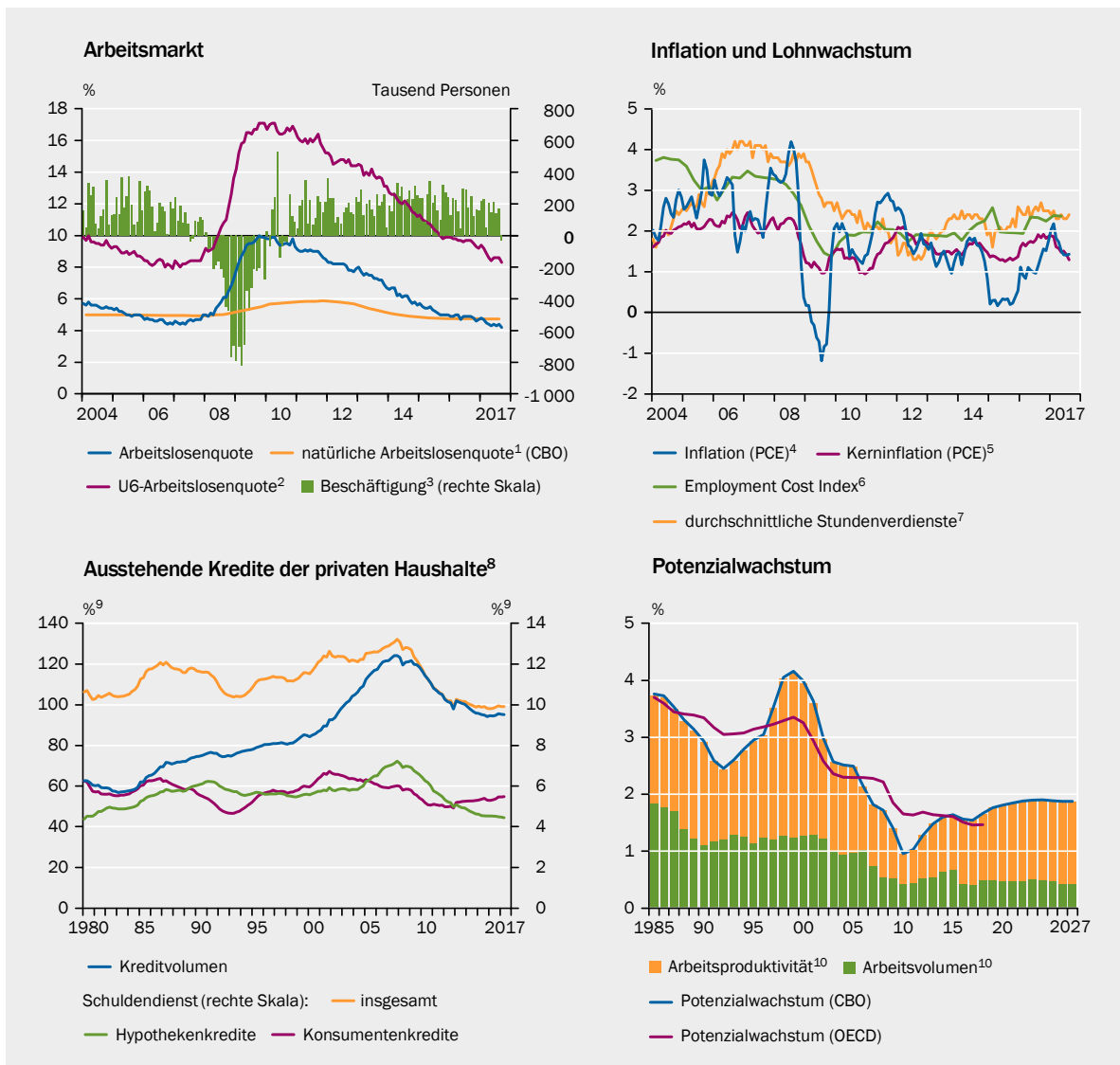
207. Die positive Entwicklung am Arbeitsmarkt hat neben der Inflationsentwicklung dazu beigetragen, dass die US-amerikanische **Zentralbank** ihren Leitzins weiter angehoben hat. So erhöhte sie den **Zielkorridor für die Federal Funds Rate** im Dezember 2016, März 2017 und Juni 2017 um jeweils 0,25 Prozent-

punkte. [↘ ABBILDUNG 8 UNTEN RECHTS](#) Darüber hinaus wurden weitere Maßnahmen zur Normalisierung der Geldpolitik beschlossen. [↘ KASTEN 11 SEITE 177](#) Die Inflationsrate gemessen am Preisindex für private Konsumausgaben (PCE) liegt seit Juni lediglich bei 1,4 %, nachdem sie zu Beginn des Jahres angesichts des Ölpreisanstiegs Werte von über 2 % erreicht hatte. [↘ ABBILDUNG 10 OBEN RECHTS](#) Die Inflationsrate des Verbraucherpreisindex (CPI) ist nach einem Hochpunkt von 2,7 % im Februar 2017 zwar etwas zurückgegangen, stieg aber zuletzt wieder auf 2,2 % im September an. Die Kerninflation, die Energie- und Nahrungsmittelpreise unberücksichtigt lässt, sank von 1,9 % im Januar auf 1,3 % im August.

208. Die von Donald Trump im Wahlkampf angekündigten größeren **zusätzlichen fiskalischen Impulse blieben bisher aus**. Weitere zentrale Wahlverspre-

[↘ ABBILDUNG 10](#)

Wirtschaftsindikatoren für die Vereinigten Staaten



1 – Quartalswerte, Schätzung des CBO (2017). 2 – Arbeitslose zuzüglich Personen, die angeben, dem Arbeitsmarkt zur Verfügung zu stehen, und Teilzeitbeschäftigten, die eine Vollzeitstelle suchen, in Relation zu den zivilen Erwerbspersonen zuzüglich der Personen, die angeben dem Arbeitsmarkt zur Verfügung zu stehen. 3 – Veränderung zum Vormonat. 4 – Preisindex der Privaten Konsumausgaben (PCE). 5 – Preisindex der Privaten Konsumausgaben (PCE) ohne Energie und Nahrungsmittel. 6 – Quartalswerte, Gesamtentgelte für alle zivilen Beschäftigten. 7 – Relative Veränderung zum Vorjahresmonat. Production and Nonsupervisory Employees, gesamter Privater Sektor. 8 – Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck. 9 – In Relation zu den verfügbaren Einkommen. 10 – Potenzial, relative Veränderung zum Vorjahr. Nach der Schätzung des CBO (2017).

Quellen: BEA, BLS, CBO, Fed, OECD

Daten zur Abbildung

© Sachverständigenrat | 17-371

chen, wie beispielsweise die Krankenversicherungsreform (Abschaffung von „Obamacare“), wurden ebenfalls bisher nicht umgesetzt. Dies nährt Zweifel an einer baldigen umfassenden Steuerreform oder der Umsetzung großer Infrastrukturprogramme. Hierzu tragen inhaltliche **Widersprüche** in den Plänen der Regierung sowie **Konflikte** innerhalb der republikanischen Partei bei. So würden die derzeit geplanten Steuersenkungen zu erheblichen Einnahmeausfällen führen, die gegenfinanziert werden müssten, wenn das öffentliche Defizit nicht zu sehr ausgeweitet werden soll.

Ein weiteres fiskalpolitisches Thema, das Konfliktpotenzial birgt, ist der Umgang mit der gesetzlichen **Obergrenze für die staatliche Verschuldung**. Deren Aussetzung wurde im September bis Dezember dieses Jahres verlängert. Sollte es hier nicht zu einer rechtzeitigen Einigung über eine Ausweitung kommen, besteht das Risiko, dass die Regierung ihren Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen kann.

209. Angesichts des politischen Umfelds erscheint eine kurzfristige Umsetzung der angekündigten protektionistischen Maßnahmen bisher ebenfalls eher wenig wahrscheinlich. Käme es allerdings etwa zu einer Aussetzung des **Nordamerikanischen Freihandelsabkommens** (NAFTA), wäre dies, nicht zuletzt aufgrund der Verflechtung der beteiligten Volkswirtschaften durch internationale Wertschöpfungsketten, vermutlich mit erheblichen Verwerfungen verbunden.

↘ KASTEN 19 SEITE 328

210. Die **Verschuldung der privaten Haushalte** relativ zum verfügbaren Einkommen hat sich in den vergangenen Jahren nur wenig verändert. Sie liegt aber merklich unterhalb des Vorkrisenniveaus im Jahr 2007. ↘ **ABBILDUNG 10 UNTEN LINKS** In Kombination mit niedrigen Zinsen sorgt dies dafür, dass der **Schuldendienst** im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen derzeit auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau liegt. Während der Schuldendienst für Hypothekenkredite weiter zurückgeht, steigen die fälligen Zahlungen für Konsumentenkredite seit dem Jahr 2012 an. In diesem Zeitraum waren insbesondere die Anstiege der **Studien- und Automobilkredite** mit rund 40 % beziehungsweise über 50 % erheblich. Ihre Anteile am Volumen der gesamten ausstehenden Kredite der privaten Haushalte haben sich damit spürbar erhöht und liegen nun bei über 10 % beziehungsweise über 9 % (Federal Reserve Bank of New York, 2017).

Bei steigenden Zinsen dürften die für den Schuldendienst fälligen Zahlungen zukünftig wieder zunehmen. Reicht das Einkommenswachstum nicht aus, um dies zu kompensieren, könnte dieser Anstieg zu **finanziellen Schwierigkeiten bei einigen Haushalten** führen und die Dynamik des Konsumwachstums schwächen. Dass beispielsweise das Volumen der Automobilkredite derzeit deutlich geringer ist als dasjenige der Hypothekenkredite vor der Krise, dürfte jedoch hinsichtlich der makroökonomischen Auswirkungen möglicher Zahlungsausfälle von Bedeutung sein. Darüber hinaus kann bei der Finanzierung von Automobilen, anders als bei Immobilien geschehen, bei der Kreditvergabe nicht auf steigende Preise der Kreditsicherheiten gesetzt werden.

211. Die ausstehenden **Kredite der privaten nichtfinanziellen Unternehmen** sind im Verhältnis zum BIP ebenfalls seit 2012 merklich angestiegen und liegen

mit rund 73 % im 2. Quartal 2017 inzwischen leicht über dem bisherigen Höchststand aus dem Jahr 2008.

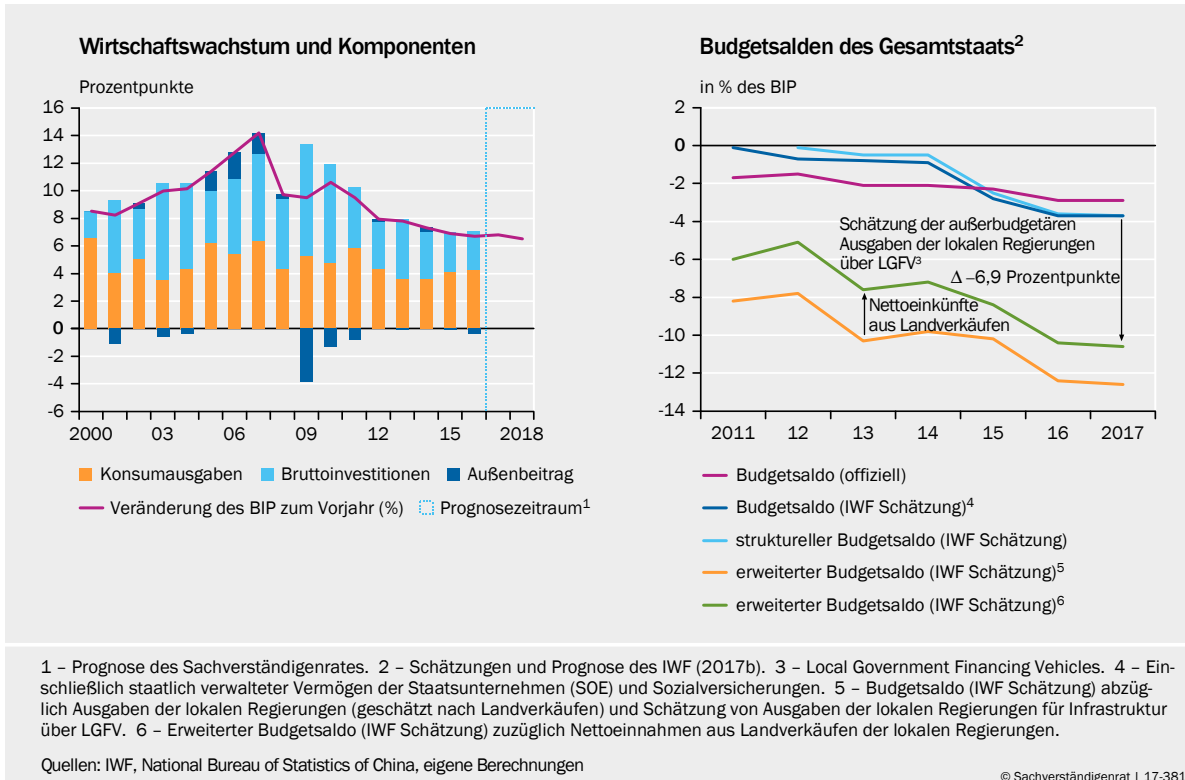
212. Nach Schätzungen des CBO liegt das **Potenzialwachstum** für die US-amerikanische Volkswirtschaft derzeit deutlich **unter zwei** Prozent. [↘ ABBILDUNG 10 UNTEN RECHTS](#) Dazu tragen die demografische Entwicklung, insbesondere der Eintritt der Baby-Boomer-Generation in den Ruhestand, sowie relativ schwache Steigerungen der Arbeitsproduktivität bei. Dies lässt eine dauerhafte Rückkehr zu den merklich höheren Wachstumsraten früherer Jahrzehnte unwahrscheinlich erscheinen. Außerdem ist der Aufschwung in den vergangenen Jahren weiter fortgeschritten und der Arbeitsmarkt inzwischen merklich stärker ausgelastet. Vor dem Hintergrund der weiterhin als expansiv einzuschätzenden Geldpolitik und der guten Entwicklung am Arbeitsmarkt dürften die **Wachstumsraten des BIP** im Prognosezeitraum aber noch **über denen des Potentials** liegen. Der Sachverständigenrat erwartet für die Jahre 2017 und 2018 Zuwachsraten des BIP in Höhe von 2,2 % beziehungsweise 2,4 %.

2. China: Beständiges Wachstum mit Risiken

213. Die **Expansion** der chinesischen Volkswirtschaft setzte sich im bisherigen Jahresverlauf fort. Das BIP wuchs in den ersten drei Quartalen des Jahres 2017 kräftig. Die Wachstumsraten waren dabei ähnlich hoch wie im vergangenen Jahr. Nachdem das Wachstum des BIP im Jahr 2016 auf 6,7 % zurückgegangen war, gelingt es der Regierung somit bislang, die trendmäßige **Verlangsamung des Wachstums graduell** zu gestalten. [↘ ABBILDUNG 11 LINKS](#) Dabei steigen die Wachstumsbeiträge des Konsums relativ zu denjenigen der Investitionen. Der **Transformationsprozess der chinesischen Volkswirtschaft** hin zu einer stärker konsumorientierten Ökonomie hält somit an (JG 2016 Ziffern 925 ff.).
214. **Geld- und Fiskalpolitik** sind inzwischen weniger expansiv ausgerichtet. In den vergangenen Jahren hatte die chinesische Regierung durch eine starke Ausweitung des Budgetdefizits zur Stabilisierung des Wachstums beigetragen. Im Jahr 2017 bleibt das Defizit nach Schätzungen des IWF hingegen weitgehend unverändert. [↘ ABBILDUNG 11 RECHTS](#) Das geschätzte erweiterte Defizit, welches insbesondere die außerbudgetären Ausgaben der Lokalregierungen berücksichtigt, steigt leicht um 0,2 Prozentpunkte an. Gleichwohl sind die **Budgetdefizite weiterhin hoch** und lassen die für den Entwicklungsstand der Volkswirtschaft **hohe gesamtwirtschaftliche Verschuldung** weiter steigen (JG 2016 Ziffer 930). Hierfür ist insbesondere der Unternehmenssektor verantwortlich, bei dem die Unterscheidung zwischen privaten und staatseigenen Unternehmen oft nur schwer zu treffen ist. Schätzungen des IWF zufolge dürfte die Gesamtverschuldung ohne Berücksichtigung des Finanzsektors im Jahr 2017 um rund 15 Prozentpunkte auf 251 % des BIP zulegen (IWF, 2017b). Bei der Finanzierung der Verschuldung spielen Schattenbanken eine erhebliche Rolle (JG 2016 Ziffern 930 f.).
215. Die **Notenbank** ging seit Anfang des Jahres zu einer moderaten **Straffung ihrer geldpolitischen Ausrichtung** über. Dies könnte dazu beitragen, den An-

▸ ABBILDUNG 11

Wirtschaftsindikatoren für China



Daten zur Abbildung

stieg der Verschuldung einzudämmen. Zudem dürfte dies den Wechselkurs stabilisieren und bestehenden **Risiken im Finanzsektor entgegenwirken**. Der Renminbi hat im laufenden Jahr gegenüber dem US-Dollar aufgewertet. Zusammen mit verschärften Kapitalverkehrskontrollen, einem Zinsanstieg in China und verringerten Sorgen vor einem plötzlichen Wachstumsrückgang trug dies dazu bei, den deutlichen Abfluss der chinesischen Devisenreserven zu stoppen.

216. Aufgrund des intransparenten, national eng verflochtenen und unverhältnismäßig stark gewachsenen Finanzsystems bestehen **weiterhin Risiken für die mittelfristige makroökonomische Stabilität** (JG 2016 Ziffern 950 ff.). Die OECD und der IWF sehen durch die hohe Verschuldung ebenfalls **Risiken für die Finanzstabilität** (IWF, 2017b; OECD, 2017a). Nach den Zahlen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) hat sich das Wachstum der Kredite an den nichtfinanziellen Sektor im ersten Quartal 2017 zwar etwas verlangsamt (BIZ, 2017). Mit über 12 % gegenüber dem Vorjahresquartal ist es allerdings immer noch sehr kräftig. Die von der BIZ berechnete Kredit-BIP-Lücke ging gegenüber der Jahresmitte 2016 ebenfalls zurück. Mit 22,1 % liegt sie aber immer noch deutlich über dem als Frühwarnindikator für Finanzkrisen verwendeten Schwellenwert von 10 %.

Ein weiteres Risiko könnten Entwicklungen auf dem Immobilienmarkt darstellen. Insbesondere in den großen Städten stiegen die Preise in den vergangenen Jahren stark an. Zwar nahmen die Wohnungsbauinvestitionen zuletzt wieder zu, jedoch entwickelten sich die Häuserpreise weniger dynamisch als im vergangenen Jahr. Ein Grund hierfür dürften neue regulatorische Maßnahmen sein, beispielsweise Kauf- und Kreditbeschränkungen und Immobilienpreiskontrollen.

217. Das **chinesische Finanzsystem** wird **maßgeblich von staatlichen Akteuren kontrolliert** (JG 2016 Ziffer 932). Gleichwohl kann nicht ausgeschlossen werden, dass es zu krisenhaften Entwicklungen kommt. Die direkten Auswirkungen auf die übrige Welt dürften dabei insbesondere aufgrund der geringen finanziellen Integration chinesischer Banken begrenzt sein. Eine durch eine Finanzkrise ausgelöste Eintrübung des Wirtschaftswachstums dürfte jedoch über den **Handel** bedeutendere Auswirkungen, gerade für Deutschland, haben (JG 2016 Ziffern 955 ff.). Für die zukünftige Entwicklung ist davon auszugehen, dass die chinesische Regierung weiterhin von ihren **wirtschaftspolitischen Steuerungsmöglichkeiten** Gebrauch machen wird, um den Transformationsprozess möglichst graduell erfolgen zu lassen. Durch den starken Einfluss des Staates auf das Wirtschaftssystem können jedoch Fehler in der Wirtschaftspolitik große Folgen haben. Vor allem die Dynamik der Verschuldung und des chinesischen Immobilienmarkts dürfte schwer kontrollierbar sein.
218. In seiner Prognose geht der Sachverständigenrat davon aus, dass es nicht zu größeren Verwerfungen kommt und das Wirtschaftswachstum in den Jahren 2017 und 2018 mit Werten von 6,8 % beziehungsweise 6,5 % weitgehend stabil bleibt.

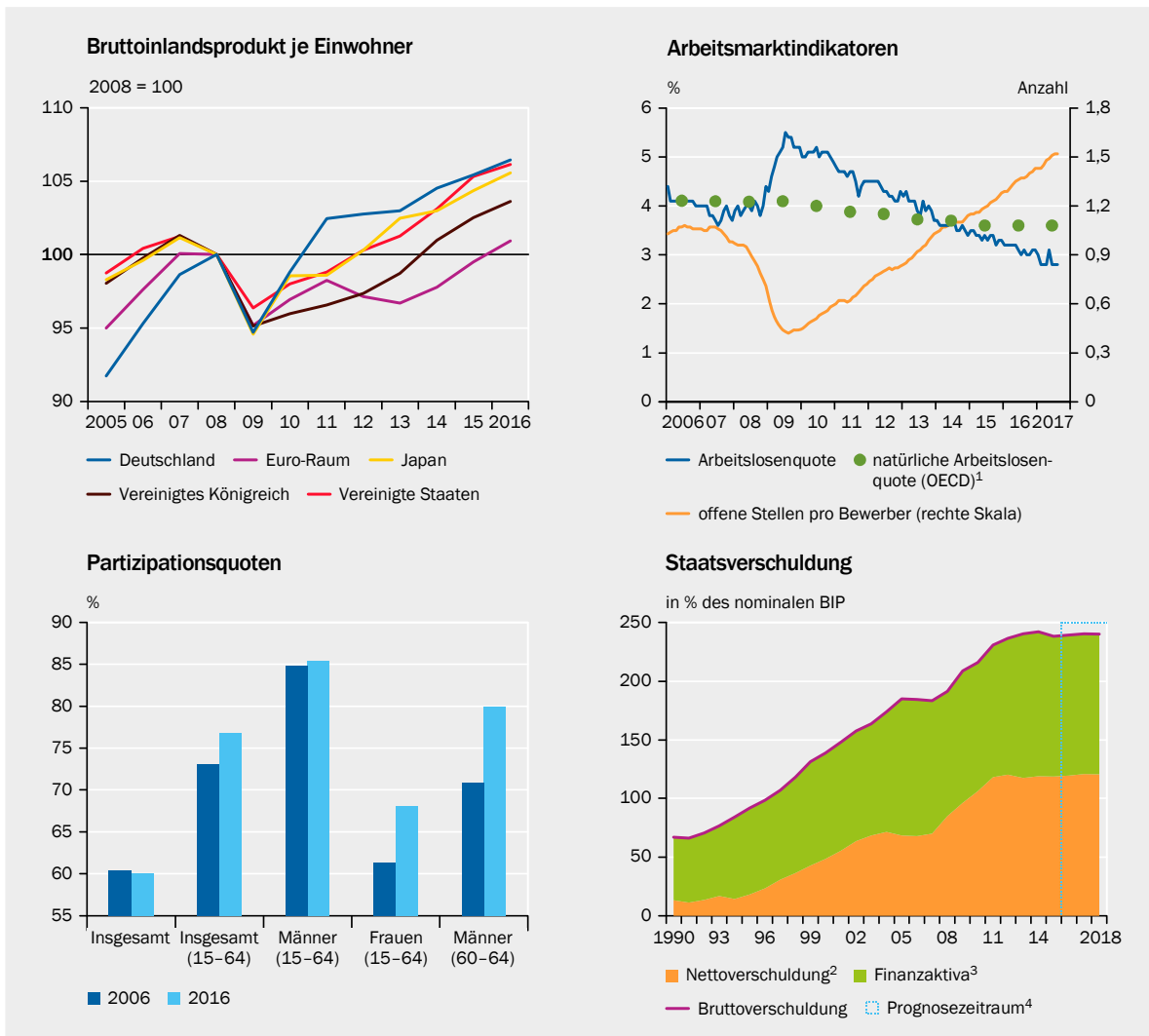
3. Japan: Aufschwung und angespannter Arbeitsmarkt

219. Der **Aufschwung der japanischen Volkswirtschaft hält an**. Mit einer annualisierten Wachstumsrate von 1,6 % gegenüber dem Vorhalbjahr nahm das Expansionstempo im ersten Halbjahr 2017 sogar spürbar zu. Im Jahr 2016 hatte die jahresdurchschnittliche Wachstumsrate des BIP noch 1,0 % betragen. Die seit Anfang 2016 anhaltende Folge positiver Quartalswachstumsraten ist die längste kontinuierliche Wachstumsphase seit der Finanzkrise. Aufgrund des starken demografischen Wandels sinkt in Japan die Bevölkerungszahl. Daher ist das **Wachstum des BIP je Einwohner** ein besonders geeigneter Indikator zur Einschätzung der Dynamik im internationalen Vergleich. [↘ ABBILDUNG 12 OBEN LINKS](#) Im Jahr 2016 wuchs dieses mit 1,1 % in Japan etwa so stark wie im Vereinigten Königreich und sogar etwas stärker als in Deutschland oder den Vereinigten Staaten. Besonders große Wachstumsbeiträge lieferte im ersten Halbjahr 2017 der private Konsum, dessen Niveau im zweiten Quartal bereits 1,5 % über dem Durchschnitt des Jahres 2016 lag. Dies dürfte vor allem die anhaltend gute Arbeitsmarktlage widerspiegeln.
220. Die **Beschäftigung nimmt kontinuierlich** zu, und die Arbeitslosenquote liegt mit einem Wert von 2,8 % im August 2017 auf dem niedrigsten Stand seit 23 Jahren. [↘ ABBILDUNG 12 OBEN RECHTS](#) Sie befindet sich damit deutlich unter dem Wert von 3,6 %, den die OECD (2017b) aktuell als strukturelle Arbeitslosenquote (NAIRU) für Japan ausweist. Weitere Indikatoren, wie der auf Unternehmensumfragen basierende Tankan-Index oder die Produktionslücken-Schätzung der Bank of Japan deuten ebenfalls auf eine **zunehmende Überauslastung der Kapazitäten** hin. Die Anzahl an offenen Stellen pro Bewerber befindet sich derzeit auf einem Langzeit-Hoch. [↘ ABBILDUNG 12 OBEN RECHTS](#)

Eine wichtige Ursache für die angespannte Lage am Arbeitsmarkt ist der **demografische Wandel**. Derzeit steigt die Beschäftigung zwar noch, insbesondere weil die Arbeitsmarktpartizipation von Frauen und Älteren in den vergangenen Jahren spürbar zugenommen hat. [↘ ABBILDUNG 12 UNTEN LINKS](#) Aufgrund des prognostizierten starken Rückgangs der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter dürfte diese Entlastung aber nur temporär sein.

221. Die Lohnentwicklung ist angesichts der hohen Auslastung am Arbeitsmarkt sehr moderat. Bei den **Inflationsraten** ist bisher ebenfalls **kein klarer Aufwärtstrend** zu verzeichnen. Zwar stieg die Verbraucherpreisinflation im August auf 0,7 %. Sie lag damit aber noch deutlich **unter dem Zielwert** der Bank of Japan von 2 %. Die Kerninflation, welche Energie- und Nahrungsmittelpreise nicht berücksichtigt, lag im August bei 0,0 %. In den sechs Monaten zuvor war sie sogar negativ gewesen. Vor diesem Hintergrund setzt die Bank of Japan ihre **expansive Geldpolitik** unverändert fort. Sie hat angekündigt, das Programm der

↘ ABBILDUNG 12
Wirtschaftsindikatoren für Japan



1 - Jahreswerte, Schätzung der OECD (Economic Outlook, Juni 2017). 2 - Nettoverschuldung definiert gemäß World Economic Outlook des IWF als Bruttoverschuldung abzüglich Gold- und Währungsreserven, Sonderziehungsrechte, Wertpapiere, Darlehen, Versicherungen, Pensionen, Einlagensicherungen sowie weiterer Forderungen. 3 - Berechnet als Differenz zwischen Brutto- und Nettoverschuldung. 4 - Prognose des IWF.

Quellen: IWF, Ministry of Health, Labour and Welfare, Ministry of Internal Affairs and Communications, OECD, eigene Berechnungen

Kontrolle der Zinsstrukturkurve durch Anleihekäufe fortsetzen zu wollen, bis die Inflationsrate den Zielwert von 2 % nachhaltig überschießt (BoJ, 2017).

Die Ausweitung der geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen seit Ende des Jahres 2012 ging mit einer deutlichen Abwertung des Yen einher. Der handelsgewichtete nominale **Wechselkurs** sank im Zeitraum von 2012 bis 2015 um rund 30 % und liegt im Jahr 2017 noch immer etwa 20 % unter dem Niveau des Jahres 2012. Gleichzeitig bewegte sich die Inflationsrate aus einem deflationären Umfeld mit negativen Werten zu schwach positiven Werten. Angesichts des Umfangs der geldpolitischen Maßnahmen ist die Inflationsentwicklung allerdings eher verhalten.

222. Bei den vorgezogenen Neuwahlen im Oktober 2017 erreichte die Koalition von Premierminister Abe erneut die Mehrheit der Wählerstimmen. Zuvor hatte er angekündigt, **neue fiskalische Ausgabenprogramme** umzusetzen. So sollen beispielsweise die Mehreinnahmen durch die aus dem Jahr 2017 in das Jahr 2019 verschobene Erhöhung der Mehrwertsteuer in die Bereiche Bildung und Pflege fließen statt wie bisher geplant in den Abbau der Staatsverschuldung (Abe, 2017). Darüber hinaus sollen durch weitere Strukturreformen die Produktivität gesteigert und die Nutzung des Arbeitskräftepotenzials verbessert werden.

Die japanische Staatsverschuldung liegt seit dem Jahr 2013 bei etwa 240 % des nominalen BIP. [↪ ABBILDUNG 12 UNTEN RECHTS](#) Dieser hohe Schuldenstand wirft die Frage nach der **Tragfähigkeit der japanischen Staatsschulden** auf. Da die Bank of Japan einen erheblichen Teil der überwiegend in eigener Währung denominierten Staatsanleihen aufgekauft hat, stehen der hohen Verschuldung jedoch beachtliche Finanzaktiva des Gesamtstaates gegenüber. Die durch Abzug der Finanzaktiva von der Bruttoverschuldung ermittelte Nettoverschuldung des japanischen Staates liegt mit rund 120 % der Wirtschaftsleistung nur halb so hoch wie die Bruttoverschuldung.

223. Im vergangenen Herbst stellte Japan seine **BIP-Berechnung** auf die neueren internationalen Standards um. Seitdem stellt sich die **Wachstumsdynamik** der vergangenen Jahre spürbar **positiver** dar als zuvor, und die Wachstumsraten waren in den vergangenen Jahren etwas höher als ursprünglich ausgewiesen (IWF, 2017c). Entsprechend der neuen Systematik liegt die Wachstumsrate des Produktionspotenzials ebenfalls etwas höher. So schätzt die Bank of Japan derzeit einen Wert von 0,8 %. Im **Prognosezeitraum** dürfte sich der Aufschwung der japanischen Wirtschaft fortsetzen. Die Wachstumsraten dürften sich dabei angesichts der bereits hohen Auslastung etwas abschwächen. Der Sachverständigenrat erwartet für das BIP in den Jahren 2017 und 2018 Wachstumsraten von 1,6 % beziehungsweise 1,3 %.

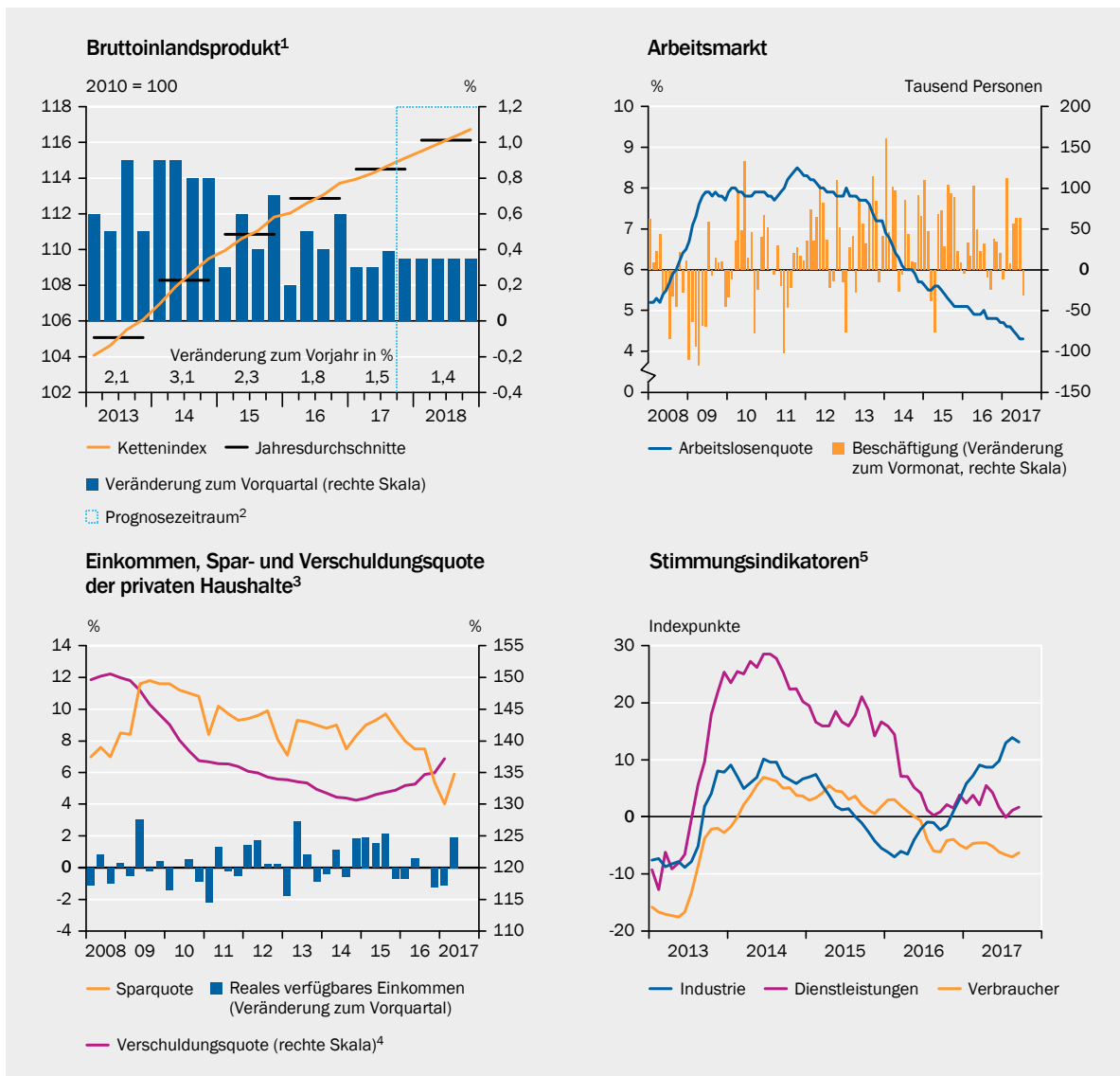
4. Vereinigtes Königreich: Brexit-Countdown läuft

224. Im Vereinigten Königreich hat sich die **konjunkturelle Lage merklich eingetrübt**. Nachdem das BIP in der zweiten Jahreshälfte 2016 noch mit einer Jahresrate von 1,9 % gegenüber dem Vorhalbjahr gestiegen war, sank die entsprechende Wachstumsrate in der ersten Jahreshälfte 2017 auf nur noch 1,4 %.

↘ **ABBILDUNG 13 OBEN LINKS** Dies war der niedrigste Wert seit fünf Jahren. Im dritten Quartal 2017 war das Wachstum mit annualisiert 1,6 % gegenüber dem Vorquartal ebenfalls eher verhalten. Der Arbeitsmarkt zeigt sich trotz dieser Abschwächung bisher robust. Die Arbeitslosenquote sank im Juni 2017 auf 4,3 %. ↘ **ABBILDUNG 13 OBEN RECHTS** Zugleich erreichte die Beschäftigungsquote mit gut 75 % einen neuen Höchststand.

225. Ein wesentlicher Faktor für die Konjunkturertrübung ist die **schwache Entwicklung des privaten Konsums**. Die starke Abwertung des Pfund nach dem Brexit-Votum dürfte hieran einen erheblichen Anteil haben. Nicht zuletzt dadurch stieg die Verbraucherpreisinflation spürbar an und erreichte im September 2017 einen Wert von 3 %. Die real verfügbaren Einkommen der Haushalte sanken zwischenzeitlich deutlich. Einen Teil dieser Realeinkommensverluste kompensierten die Haushalte durch einen Rückgang der Sparquote. Im ersten

↘ **ABBILDUNG 13**
Wirtschaftsindikatoren für das Vereinigte Königreich



1 – Reale Werte, saison- und kalenderbereinigt. 2 – Prognose des Sachverständigenrates. 3 – Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck. 4 – Im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen. 5 – Economic Sentiment Indicator der Europäischen Kommission. Gleitende 3-Monats-Durchschnitte.

Quellen: Bank of England, Europäische Kommission, ONS, eigene Berechnungen

Quartal sank diese, teils durch steuerliche Änderungen, auf 4 % des verfügbaren Einkommens. [↘ ABBILDUNG 13 UNTEN LINKS](#) Im zweiten Quartal stieg die **Sparquote** wieder leicht an. Im internationalen Vergleich liegt sie inzwischen deutlich unter den Werten, die in anderen großen europäischen Staaten verzeichnet werden, und **auf einem ähnlich niedrigen Niveau** wie in den Vereinigten Staaten. Der Spielraum für einen weiteren Rückgang dürfte begrenzt sein. Gleichzeitig stieg die **Verschuldung der Haushalte** weiter stark an.

Die schwache Entwicklung der Einkommen dürfte sich in der Stimmungslage der Verbraucher widerspiegeln, die seit einem Zwischenhoch im zweiten Halbjahr 2016 tendenziell sinkt. [↘ ABBILDUNG 13 UNTEN RECHTS](#) Insgesamt spricht all dies dafür, dass die Dynamik des privaten Konsums im Prognosezeitraum eher verhalten ausfallen dürfte.

226. Zusätzlich beschränkt die **schwache Entwicklung der Arbeitsproduktivität** das Wachstum im Vereinigten Königreich. Diese lag im ersten Halbjahr 2017 auf etwa demselben Niveau wie im Jahr 2007. Damit blieb die Entwicklung spürbar hinter dem Produktivitätsanstieg in den meisten anderen großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften zurück, wenngleich dort das Wachstum der Arbeitsproduktivität in den Jahren seit der Finanzkrise ebenfalls geringer war als zuvor (OECD, 2017c).
227. Das Wachstum der **Bruttoanlageinvestitionen** war im ersten Halbjahr etwas schwächer als im vergangenen Jahr. Im Baugewerbe ist seit dem Jahresanfang sogar ein leichter Rückgang des Produktionsvolumens zu beobachten. Das Wachstum der Hauspreise gegenüber dem Vorjahresmonat ist in der zweiten Jahreshälfte 2016 um drei Prozentpunkte zurückgegangen und verblieb im bisherigen Jahresverlauf 2017 auf dem niedrigeren Niveau von etwa 5 %. **Stimmungsindikatoren** des Verarbeitenden Gewerbes sind im Gegensatz zu denen des für die Volkswirtschaft des Vereinigten Königreichs wesentlich bedeutenderen Dienstleistungsbereichs auf einem relativ hohen Niveau. [↘ ABBILDUNG 13 UNTEN RECHTS](#) Dies entspricht der internationalen Entwicklung und könnte mit gestiegenen Absatzmöglichkeiten im Ausland zusammenhängen, nicht zuletzt aufgrund der Abwertung des Pfund. Im ersten Halbjahr weitete sich das Defizit der Handelsbilanz jedoch zunächst leicht aus.
228. Die **Geldpolitik** befindet sich bei diesem makroökonomischen Umfeld in einem Zielkonflikt. Der Anstieg der Inflationsrate würde für eine geldpolitische Straffung sprechen. Dieser stehen aber die konjunkturelle Eintrübung und die pessimistischen Stimmungsumfragen entgegen. Bisher hat die Bank of England (BoE) ihre Zinsen unverändert auf dem niedrigen Niveau belassen, auf das sie die Zinsen nach der Brexit-Entscheidung gesenkt hatte. Von der **Fiskalpolitik** dürften im Prognosezeitraum keine positiven Wachstumsimpulse ausgehen, da die Regierung plant, den Abbau des öffentlichen Haushaltsdefizits fortzusetzen.
229. Die weitere Entwicklung dürfte entscheidend von Verlauf und Ergebnis der **Verhandlungen über den Austritt** des Vereinigten Königreichs **aus der EU** abhängen. Die Ausgestaltung des Zugangs zum europäischen Binnenmarkt ist von erheblicher Bedeutung für exportierende Unternehmen sowie für den Finanzsektor, der eine besonders wichtige Stellung in der Wirtschaft des Vereinig-

ten Königreichs einnimmt (JG 2016 Ziffern 292 ff.). Sollte der Marktzugang erheblich eingeschränkt werden, könnte es zu einer stärkeren Abwanderung von Unternehmen und Finanzinstituten kommen. Zum jetzigen Zeitpunkt ist kaum abzusehen, in welche Richtung sich die Verhandlungen entwickeln werden. [↘ ZIF-FERN 147 FF.](#)

Die vorgestellten Positionen der britischen Regierung lassen viele Fragen offen. Die im EU-Vertrag festgelegte Frist für den Austrittsprozess von zwei Jahren ab dem Austrittsgesuch endet im März 2019. Somit verbleibt nur noch wenig Zeit für die Verhandlungen des Austrittsabkommens und der Regelung der zukünftigen Beziehungen zur EU. Nach wie vor besteht das **Risiko** eines unregelmäßigen Austritts und plötzlicher Anpassungsreaktionen der Wirtschaftsakteure. Umgekehrt kann selbst ein Verbleib des Vereinigten Königreichs in der EU nicht völlig ausgeschlossen werden.

230. Für die **Prognose** wird angenommen, dass die Brexit-Verhandlungen negative wirtschaftliche Auswirkungen haben werden, beispielsweise auf das Investitionsklima. Es wird aber nicht davon ausgegangen, dass sie scheitern oder schwerwiegende Verwerfungen auslösen. Für das Jahr 2017 erwartet der Sachverständigenrat ein Wachstum des BIP von 1,5 %. Hierzu trägt der statistische Überhang, insbesondere aufgrund des starken Wachstums in der zweiten Jahreshälfte 2016, allein rund 0,8 Prozentpunkte bei. Im Jahr 2018 dürfte die Zuwachsrate des BIP dann bei 1,4 % liegen.

III. EURO-RAUM: AUFSCHWUNG ÜBERTRIFFT ERWARTUNGEN

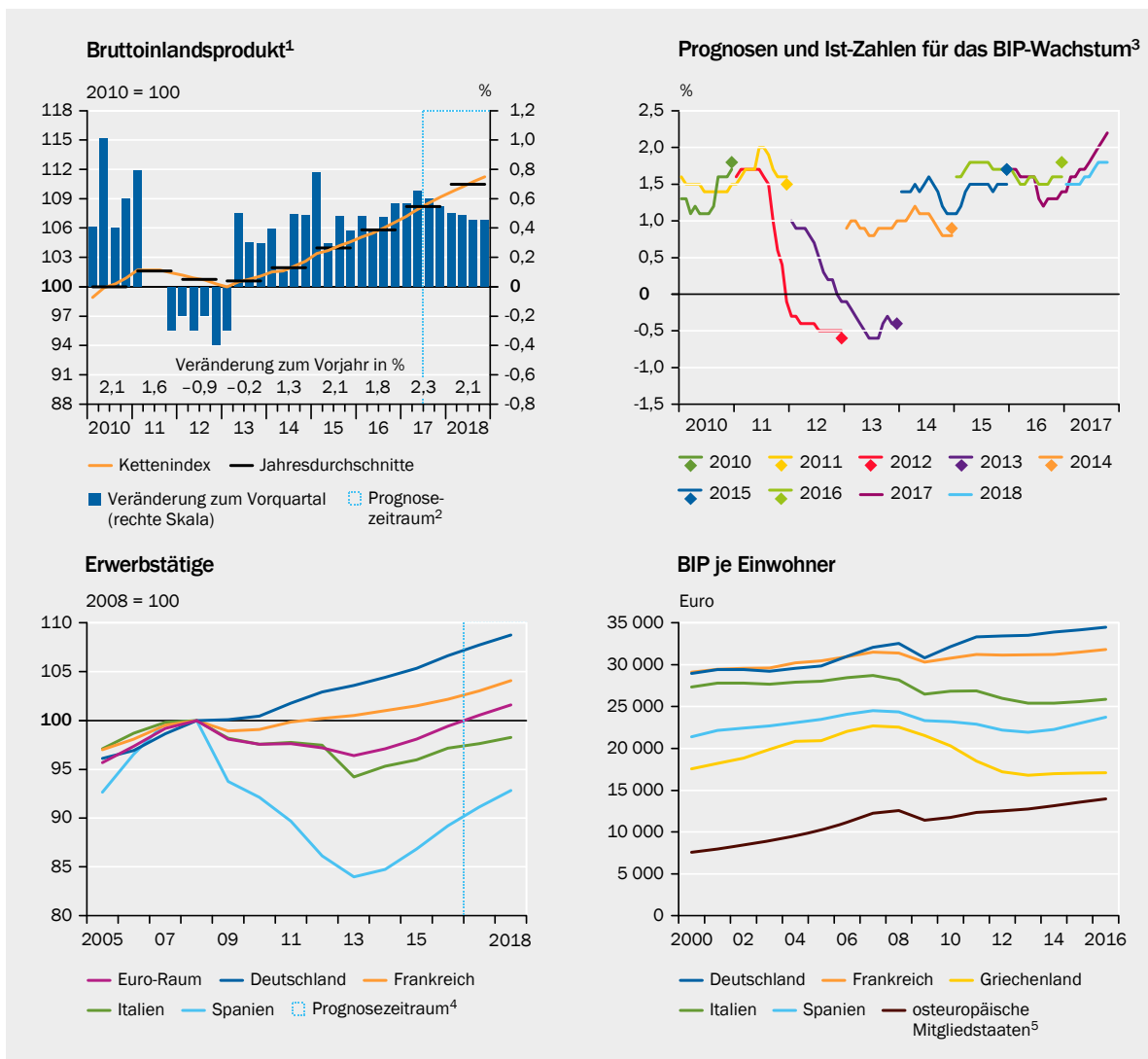
231. Der **Aufschwung** im Euro-Raum **gewinnt an Kraft**. Er geht inzwischen in das fünfte Jahr und verlief zuletzt dynamischer als erwartet. Das BIP stieg im ersten Halbjahr 2017 annualisiert um 2,4 % gegenüber dem Vorhalbjahr. Im Vergleich zum Gesamtjahr 2016 hat sich das Wachstumstempo damit um 0,6 Prozentpunkte beschleunigt. Die Konsumausgaben liefern den größten Wachstumsbeitrag. Zudem ist die Investitionsdynamik unvermindert hoch, und die Exporte ziehen nach einer schwächeren Entwicklung im Jahr 2016 ebenfalls wieder an. Positiv fällt auf, dass der Aufschwung im Euro-Raum immer mehr Mitgliedstaaten erfasst.
232. Zum Aufschwung dürften wesentlich die **strukturellen Anpassungen** im Zuge der Krise, **verringerte** politische **Risiken** sowie die positive Entwicklung der **Weltwirtschaft** beigetragen haben. Zudem wirken Geld- und Fiskalpolitik weiterhin expansiv. Ungeachtet der jüngsten positiven Entwicklung bleiben die mittelfristigen Wachstumsaussichten vor allem wegen der schwachen Produktivitätsentwicklung verhalten.

1. Konjunkturelle Lage

233. Das **Wachstumstempo** im Euro-Raum ist ausgesprochen hoch. [ABBILDUNG 14 OBEN LINKS](#) Das BIP steigt in diesem und im kommenden Jahr etwa einen Prozentpunkt schneller als das geschätzte Produktionspotenzial, für das die Europäische Kommission Wachstumsraten von 1,2 % erwartet. Infolgedessen dürfte die geschätzte Produktionslücke im Euro-Raum im Jahr 2018 zum ersten Mal seit Ausbruch der Finanzkrise wieder positiv sein. [ZIFFER 345](#) Das derzeitige Wachstum übertrifft die Erwartungen. Dies spiegelt sich in den **Aufwärtsrevisionen der Prognosen** seit Herbst 2016 wider. [ABBILDUNG 14 OBEN RECHTS](#)
234. Eine positive Entwicklung zeigt sich ebenfalls auf den Arbeitsmärkten. Die Zahl der **Erwerbstätigen** hat im Euro-Raum mittlerweile das Vorkrisenniveau erreicht. [ABBILDUNG 14 UNTEN LINKS](#) In Spanien ist die Entwicklung besonders dyna-

[ABBILDUNG 14](#)

Gesamtwirtschaftliche Lage im Euro-Raum



1 – Saison- und kalenderbereinigt. 2 – Prognose des Sachverständigenrates. 3 – Consensus Economics. Monatliche Prognosen für das BIP-Wachstum in den Jahren 2010 bis 2018. Die Ist-Zahlen gemäß der Frühjahrsprognose der Europäischen Kommission im jeweiligen Folgejahr sind als Raute dargestellt. 4 – Prognose der Europäischen Kommission. 5 – Estland, Lettland, Litauen, Slowakei und Slowenien.

Quellen: Consensus Economics, Europäische Kommission, Eurostat, eigene Berechnungen

© Sachverständigenrat | 17-431

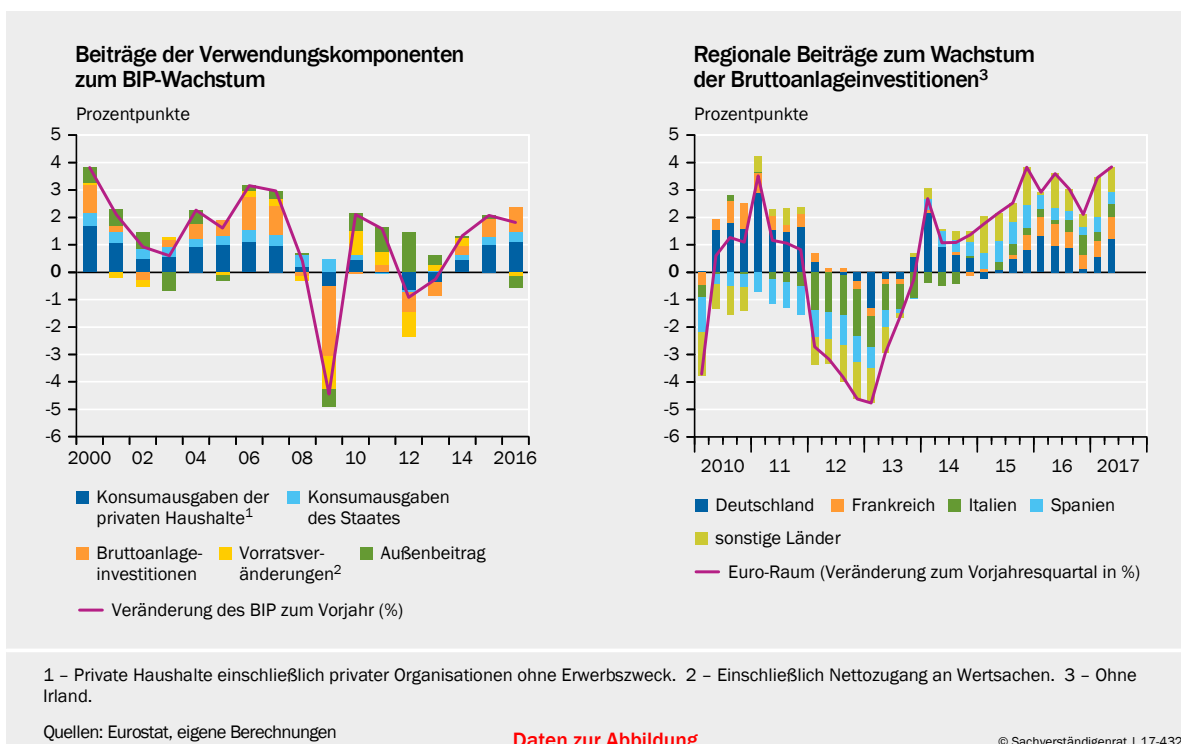
Daten zur Abbildung

misch. Dort wird im kommenden Jahr voraussichtlich das Beschäftigungsniveau des Jahres 2005 erreicht werden. Gleichwohl ist die Zahl der Erwerbstätigen in Spanien im Jahr 2016 noch um 11 % niedriger als im Jahr 2008, und die Arbeitslosenquote ist wie in anderen südeuropäischen Mitgliedstaaten weiterhin hoch. Hinzu kommt, dass die Wohlstandsentwicklung einiger Volkswirtschaften im längerfristigen Vergleich weit weniger positiv ist, als es die jüngste konjunkturelle Dynamik vermuten ließe. So lag das **BIP je Einwohner** in Italien und Griechenland im Jahr 2016 beispielsweise noch unterhalb des Niveaus des Jahres 2000. [↪ ABBILDUNG 14 UNTEN RECHTS](#) Dies verdeutlicht die vorhandenen strukturellen Probleme in diesen Ländern.

235. Der **Aufschwung** wird vor allem **vom Konsum getragen**. [↪ ABBILDUNG 15 LINKS](#) Der anhaltende Beschäftigungsaufbau und moderate Inflationsraten tragen zum Anstieg der Realeinkommen bei. Die außerordentlich hohen Werte vieler Stimmungsindikatoren deuten zudem auf einen gefestigten **Optimismus** hinsichtlich der wirtschaftlichen Entwicklung im Euro-Raum hin. Dabei dürfte die verringerte politische Unsicherheit seit den Wahlen in den Niederlanden und Frankreich in diesem Frühjahr eine Rolle gespielt haben. So fiel beispielsweise der Zinsabstand zehnjähriger französischer Staatsanleihen zu deutschen Bundesanleihen zwischen Februar und September um etwa 40 Basispunkte.

Positive Impulse lieferten zudem die anziehenden Anlageinvestitionen. [↪ ABBILDUNG 15 RECHTS](#) Diese dürften Ausdruck der gestiegenen Kapazitätsauslastung und des höheren Vertrauens der Unternehmen in den Aufschwung sein. Hervorzuheben ist, dass die **Investitionsdynamik** im Euro-Raum im Gegensatz zum vorherigen Aufschwung im Zeitraum von 2009 bis 2011 weniger stark von Deutschland abhängt.

[↪ ABBILDUNG 15](#)
Wachstumsbeiträge und Investitionsdynamik im Euro-Raum



236. Die fortschreitende Erholung im Euro-Raum wird seit Beginn des Jahres 2017 von einer **wieder höheren Verbraucherpreisinflation** begleitet, die Anfang des Jahres kurzzeitig auf 2,0 % angestiegen war. ↘ ZIFFER 346 Diese Entwicklung war teilweise dem auslaufenden Basiseffekt fallender Energiepreise geschuldet und war daher erwartet worden (JG 2016 Ziffer 193). Dementsprechend ging die Teuerungsrate anschließend wieder etwas zurück und lag zuletzt im September bei 1,5 %. Ohne Berücksichtigung der volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise ist die Preisdynamik im Euro-Raum insgesamt moderat aufwärtsgerichtet. So ist die Kerninflation, welche die Veränderungsrate des Verbraucherpreisindex ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak misst, seit dem Frühjahr leicht angestiegen. Nachdem die Kerninflationsrate lange Zeit unter 1 % gelegen hatte, betrug sie im September 1,1 %.
237. Während die Beschäftigungsentwicklung im Euro-Raum anhaltend dynamisch verläuft, blieb das **Lohnwachstum** in den vergangenen Jahren **hinter den Erwartungen** zurück (EZB, 2016). Eine mögliche Erklärung wäre ein Abflachen der Lohn-Phillips-Kurve, also ein abgeschwächter Zusammenhang zwischen dem gesamtwirtschaftlichen Auslastungsgrad und dem Lohnwachstum. Ciccarelli und Osbat (2017) konnten bei ihren Schätzungen jedoch keine Evidenz für eine verringerte Steigung der Phillips-Kurve im Euro-Raum feststellen.

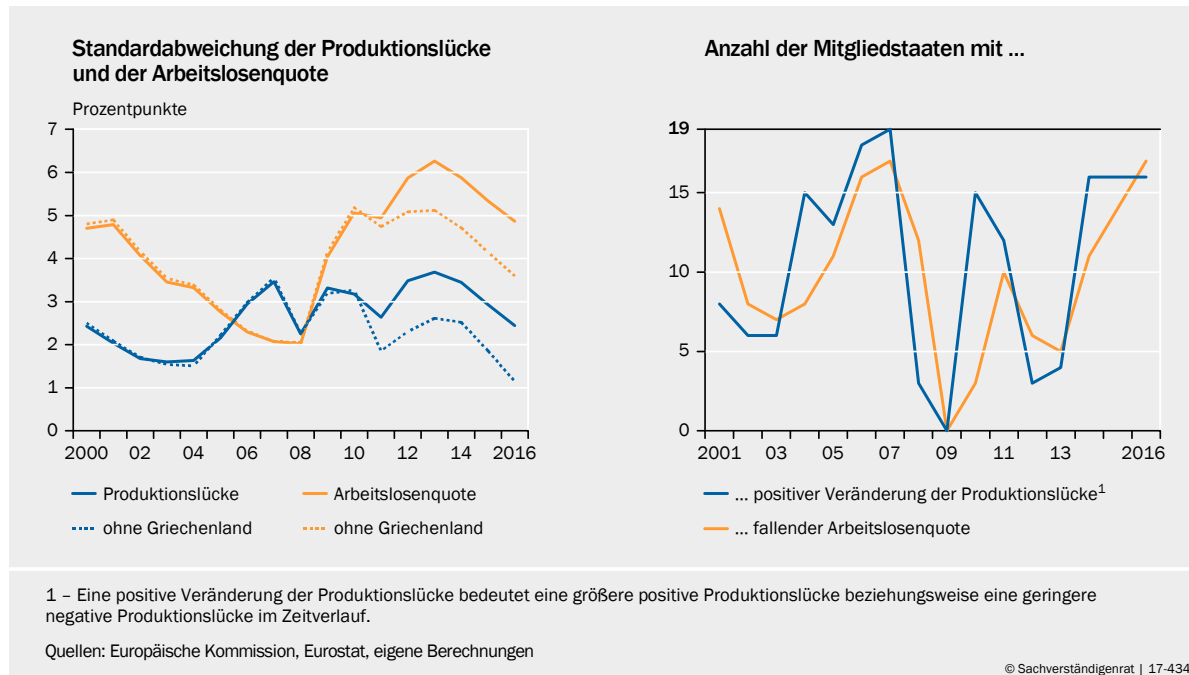
Zum verhaltenen Lohnwachstum im Euro-Raum und in anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften dürften das geringe Produktivitätswachstum, der Anstieg der Teilzeitbeschäftigung sowie die, vor allem in einigen Mitgliedstaaten des Euro-Raums, weiterhin hohen Arbeitslosenquoten beigetragen haben (IWF, 2017a). Sollte sich die Beschäftigung weiterhin so dynamisch entwickeln wie zuletzt und sollten die globalen Faktoren, die das Lohnwachstum vor allem im Zeitraum von 2014 bis 2016 gedämpft haben (IWF, 2017a), an Bedeutung verlieren, ist damit zu rechnen, dass die Löhne im Euro-Raum wieder stärker steigen werden.

238. Das **günstige weltwirtschaftliche Umfeld**, vor allem die ansteigende globale Investitionsnachfrage und die positive Entwicklung des Welthandels in den vergangenen Monaten, lieferten zusätzliche Wachstumsimpulse für den Euro-Raum. Nach einem negativen Wachstumsbeitrag des Außenhandels in Höhe von -0,4 Prozentpunkten im Jahr 2016 hat sich das Exportwachstum im Jahr 2017 wieder beschleunigt. Auf das Jahr hochgerechnet sind Exporte und Importe im ersten Halbjahr 2017 um 5,2 % beziehungsweise 4,3 % gegenüber dem zweiten Halbjahr 2016 gewachsen.

Angesichts der jüngsten Aufwertung des Euro stellt sich die Frage, wie stark die Exportentwicklung durch den Rückgang der preislichen Wettbewerbsfähigkeit gedämpft wird. Der Euro hat seit Jahresbeginn um rund 5 % effektiv aufgewertet und befindet sich in etwa auf dem Niveau des Jahres 1999. Die Effekte der Aufwertung hängen insbesondere von der Preiselastizität der Exportnachfrage ab, die je nach Mitgliedstaat recht unterschiedlich ist (Breuer und Klose, 2015). Zu beachten ist jedoch, dass diesen Preiseffekten aktuell sehr kräftige Nachfrageeffekte gegenüberstehen. Im langfristigen Vergleich ist die jüngste **Aufwertung** als Normalisierung zu betrachten, die nicht zuletzt die verbesserte Wirtschafts-

▸ **ABBILDUNG 16**

Synchroner Konjunkturaufschwung im Euro-Raum



Daten zur Abbildung

lage im Euro-Raum reflektiert. Insgesamt ist daher mit keiner nachlassenden Exportdynamik zu rechnen. Zudem ist nur von einem moderat dämpfenden Einfluss auf die Inflation im Euro-Raum auszugehen (EZB, 2017a).

Positionen im Konjunkturzyklus

239. Der wirtschaftliche Aufschwung erstreckt sich inzwischen auf den gesamten Euro-Raum. In fast allen Mitgliedstaaten ist das BIP zuletzt über der Potenzialrate gewachsen. Die **Unterschiede im Ausmaß der Produktionslücke** haben sich im Euro-Raum ebenfalls deutlich **reduziert**. ▸ **ABBILDUNG 16** Einzig Griechenland weist eine anhaltend hohe Unterauslastung auf. So schätzt die Europäische Kommission für Griechenland im Jahr 2017 eine Produktionslücke von -7,6 %.

240. Während die internationalen Organisationen darin übereinstimmen, dass die Wirtschaft im Euro-Raum insgesamt stärker wächst als ihr Potenzial, zeigen sich **erhebliche Unterschiede bezüglich des geschätzten Niveaus der Produktionslücken**. So waren Deutschland und Spanien laut Europäischer Kommission im Jahr 2017 in etwa normal ausgelastet. Demgegenüber schätzt die OECD für Deutschland in diesem Jahr eine deutliche Überauslastung, während sie für Spanien immer noch eine starke Unterauslastung feststellt. Schätzungen der Produktionslücke in Echtzeit sind allerdings mit großer Unsicherheit verbunden (JG 2016 Kasten 6) und sollten daher vorsichtig interpretiert werden.

▸ **KASTEN 3**

Bemerkenswert ist jedenfalls, dass die internationalen Organisationen die Produktionslücke für einige Länder in der Vergangenheit häufig zu negativ eingeschätzt haben (Deutsche Bundesbank, 2014). Da diese Schätzungen für die Beurteilung der Geld- und Fiskalpolitik verwendet werden, folgt hieraus spiegelbildlich, dass deren Expansionsgrad in Echtzeit in der Tendenz unterschätzt wurde.

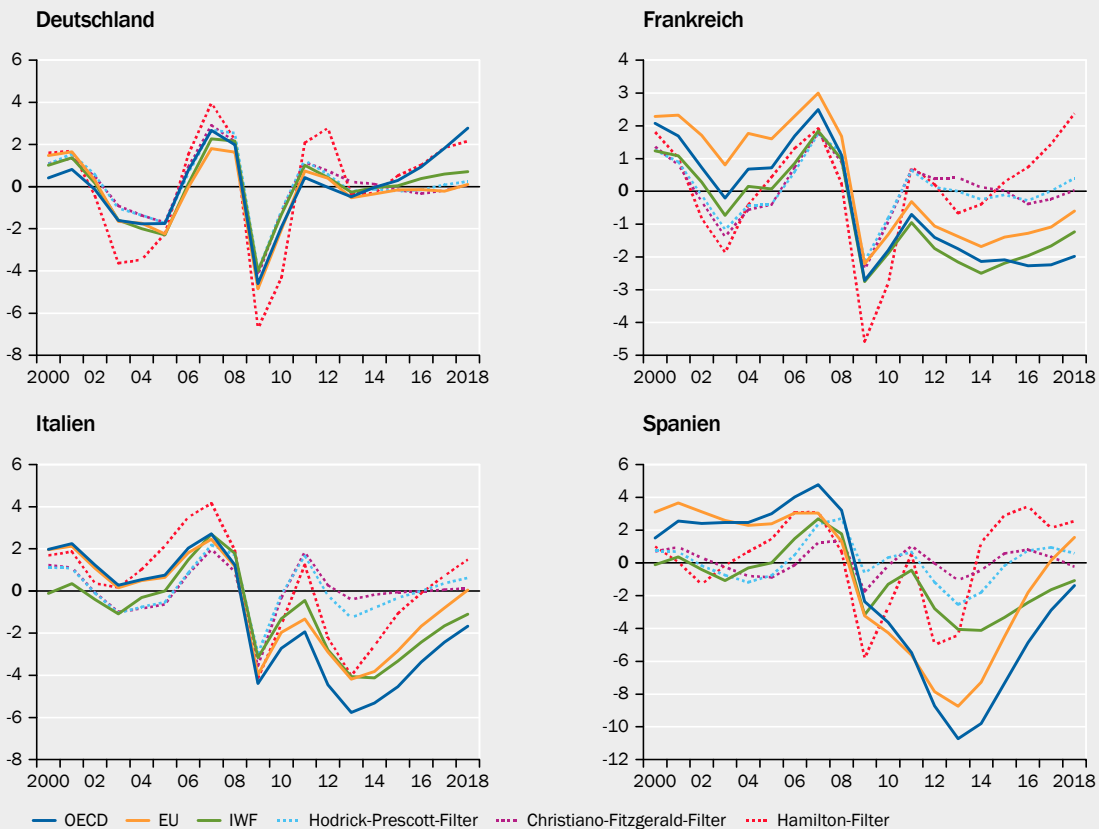
▸ KASTEN 3

Zur Verlässlichkeit von Schätzungen der Produktionslücke im Euro-Raum

Eine der größten Herausforderungen der Konjunkturanalyse und der Konjunktursteuerung ist die Einschätzung der zyklischen Position in Echtzeit. Die **Daten- und Schätzunsicherheit** ist jeweils am aktuellen Rand besonders groß. Die Schätzungen der internationalen Organisationen zur Produktionslücke weichen daher am aktuellen Rand oft stark voneinander ab. ▸ **ABBILDUNG 17** Für die großen Volkswirtschaften des Euro-Raums unterscheiden sie sich um bis zu 3 Prozentpunkte.

▸ **ABBILDUNG 17**

Schätzungen der Produktionslücke in ausgewählten Mitgliedstaaten des Euro-Raums¹
in %²



1 – Stand: Juni 2017 (OECD), Mai 2017 (EU), Oktober 2017 (IWF). Filterverfahren unter Berücksichtigung von Prognosen des Sachverständigenrates bis einschließlich 2018. 2 – Prozentuale Abweichung vom Potenzial.

Quellen: Europäische Kommission, IWF, OECD, eigene Berechnungen

© Sachverständigenrat | 17-427

Daten zur Abbildung

Eine verlässliche Schätzung der Produktionslücke in Echtzeit mit Hilfe statistischer Filterverfahren (Hodrick und Prescott, 1997; Christiano und Fitzgerald, 2003; Hamilton, 2017) ist vor allem aufgrund der **Randwertproblematik** kaum möglich. Diese entsteht dadurch, dass am aktuellen Rand die zukünftigen Werte unbekannt sind und somit die zuletzt veröffentlichten Werte mit hohem Gewicht in die Bestimmung der Produktionslücke eingehen (JG 2016 Kasten 6). Entsprechend groß sind die resultierenden **Revisionen der Produktionslücke in späteren Jahren**. So wird im zeitlichen Verlauf einer Rezession das Wachstumspotenzial sukzessive nach unten angepasst. Dadurch muss die ursprünglich geschätzte Produktionslücke nach oben revidiert werden, das heißt, das niedrige Wachstum ist nicht allein konjunkturell bedingt, sondern spiegelt in Teilen ein geringeres Wachstumspotenzial wider. Umgekehrt verhält es sich in einem konjunkturellen Aufschwung, in dessen Verlauf das Potenzialwachstum angehoben wird. Über den gesamten Konjunkturzyklus sollten sich daher die Revisionen der Produktionslücken ausgleichen, wie es bei dem Hodrick-Prescott-Filter weitgehend der Fall ist.

Bei den Schätzungen des IWF oder der OECD hingegen haben sich die Revisionen in der Vergangenheit nicht ausgeglichen (Deutsche Bundesbank, 2014). [↘ TABELLE 3](#) Für die Schätzungen der Europäischen Kommission ist ebenfalls eine **systematische Verzerrung** festzustellen. In den 2000er-Jahren wurde das Niveau der Produktionslücke, verglichen mit der heutigen Einschätzung, vor allem für Frankreich, Italien und Spanien regelmäßig zu niedrig eingeschätzt. Auffällig ist dabei, dass die OECD für Italien im Zeitraum der Jahre 2000 bis 2014 nie eine positive Produktionslücke in Echtzeit geschätzt hat. Die EU stellte lediglich für das Jahr 2008 eine Überauslastung in ihrer folgenden Frühjahrsprognose fest. Demgegenüber hat der Hodrick-Prescott-Filter in 6 von 15 betrachteten Jahren eine positive Produktionslücke für Italien festgestellt.

[↘ TABELLE 3](#)

Revisionen der Echtzeit-Schätzungen in ausgewählten Mitgliedstaaten des Euro-Raums¹

Land	Revision	OECD	EU	HP Filter ²
		Prozentpunkte		
Deutschland	durchschnittliche Revision	0,9	0,2	0,1
	durchschnittliche absolute Revision	0,9	1,0	0,9
	Jahre mit positiver Produktionslücke ³	3	3	8
Frankreich	durchschnittliche Revision	1,7	1,8	0,3
	durchschnittliche absolute Revision	1,7	1,8	0,5
	Jahre mit positiver Produktionslücke ³	4	4	6
Italien	durchschnittliche Revision	2,0	1,5	0,4
	durchschnittliche absolute Revision	2,0	1,5	0,7
	Jahre mit positiver Produktionslücke ³	0	1	6
Spanien	durchschnittliche Revision	2,1	1,6	0,6
	durchschnittliche absolute Revision	3,0	2,3	1,2
	Jahre mit positiver Produktionslücke ³	2	5	7

1 – Differenz der Schätzungen vom Global Economic Outlook Juni 2017 beziehungsweise Frühjahrsprognose 2017 zu den Schätzungen der Frühjahrspublikationen der OECD beziehungsweise der Europäischen Kommission der Jahre 2000 bis 2014 für die Produktionslücke des jeweils zurückliegenden Jahres. 2 – Hodrick-Prescott-Filter mit Glättungsparameter 1 600 auf logarithmierte vierteljährliche Daten für das BIP. Differenz der Schätzungen am aktuellen Rand zu den Schätzungen mit Echtzeitdaten der OECD. 3 – Anzahl der Jahre im Zeitraum 2000 bis 2014 mit positiver Schätzung der Produktionslücke für das jeweils zurückliegende Jahr.

Quellen: Europäische Kommission, OECD, eigene Berechnungen

Daten zur Tabelle

© Sachverständigenrat | 17-429

Die geringe Verlässlichkeit von Schätzungen der Produktionslücke schränkt die Möglichkeiten der aktiven Konjunktursteuerung durch den Staat ein, da eine genaue Bestimmung der notwendigen fiskalischen Maßnahmen zur Stützung der Konjunktur in Echtzeit kaum möglich ist (Elstner et al., 2016). Von der Position im Konjunkturzyklus hängt zudem die **Schätzung des strukturellen Defizits der öffentlichen Haushalte** ab. Eine systematische Fehleinschätzung des gesamtwirtschaftlichen Auslastungsgrads in Echtzeit kann zu einer Anhäufung von strukturellen Defiziten führen, wenn diese fälschlicherweise als konjunkturbedingt eingeschätzt werden (Deutsche Bundesbank, 2014). Es zeigt sich zudem, dass eine Beurteilung, welche Länder sich in einer Über- oder Unterauslastung befinden, nur nach vielen Jahren verlässlich möglich ist. Dieses Problem beschränkt die Möglichkeiten der konjunkturellen Glättung über die Zeit und über Länder hinweg.

- 241.** Aufgrund der hohen Unsicherheit bei der Produktionslückenschätzung sollten **weitere Indikatoren bei der Beurteilung des Auslastungsgrads** einbezogen werden. Hier zeigt sich ein heterogenes Bild. [↘ TABELLE 4](#) Während in Frankreich, Italien und Spanien noch einige Indikatoren für eine Unterauslastung

sprechen, dürfte sich **Deutschland bereits in einer Überauslastung** befinden. [↗ ZIFFERN 264 FF.](#)

Auffallend ist, dass vor allem die preislichen Indikatoren weiterhin eine Unter- auslastung nahelegen, während die Stimmungsindikatoren und die Einschät- zung der Kapazitätsauslastung auf historisch hohen Niveaus liegen. Der Vorteil der Indikatoren gegenüber Schätzungen der Produktionslücke oder der NAIRU ist ihre direkte Messbarkeit in Echtzeit. Allerdings enthalten manche Indikato- ren, wie beispielsweise die Arbeitslosenquote, strukturelle Komponenten und sind nur bedingt geeignet, um die Position im Konjunkturzyklus zu beurteilen. In der Gesamtschau sprechen die Indikatoren dafür, dass der Aufschwung in Deutschland weiter fortgeschritten ist als in den anderen großen Volkswirtschaften des Euro-Raums. Es zeichnet sich aber insgesamt eine **Normalisierung der konjunkturellen Lage** im Euro-Raum ab.

↗ TABELLE 4

Indikatoren für die gesamtwirtschaftliche Auslastung in ausgewählten Mitgliedstaaten des Euro-Raums

	Einheit	Deutschland	Frankreich	Italien	Spanien
Aktuelle Schätzung der Produktionslücke für das Jahr 2017¹					
EU	%	-0,2	-1,1	-0,8	0,2
IWF	%	0,8	-1,8	-1,6	-0,7
OECD	%	1,8	-2,2	-2,4	-2,9
Hodrick-Prescott-Filter ²	%	0,1	0,0	0,4	0,9
Weitere Indikatoren³					
Kapazitätsauslastung ⁴	%	86	84	76	79
	Häufigkeit ⁵	75	68	70	56
Stimmungsindikatoren ⁶	Index	110	107	106	108
	Häufigkeit ⁵	88	71	74	80
Arbeitslosenquote ⁷	%	4,0	9,8	11,6	18,4
	Häufigkeit ⁵	100	42	14	46
Kerninflation ⁸	%	1,4	0,5	0,8	1,1
	Häufigkeit ⁵	66	3	12	29
Lohnstückkosten ⁹	%	1,8	0,9	0,7	-0,5
	Häufigkeit ⁵	74	35	30	22

1 – Relative Abweichung des BIP vom Produktionspotenzial. Die Schwellenwerte für die farbliche Hinterlegung sind 2,5 % ■, 1 % ■, -1 % ■ und -2,5 % ■. 2 – Mit Berücksichtigung von Prognosen des Sachverständigenrates am aktuellen Rand. 3 – Jeweils durchschnittliche Werte der vergangenen vier Quartale beziehungsweise der vergangenen zwölf Monate. 4 – Aktuelles Niveau der Kapazitätsauslastung in der Industrie. 1. Quartal 1991 bis 3. Quartal 2017. 5 – Relative Häufigkeit der Perioden in der Vergangenheit, in denen der bestimmte Indikator einen niedrigeren Wert angenommen hat als im Durchschnitt der zurückliegenden vier Quartale beziehungsweise der vergangenen zwölf Monate. Bei der Arbeitslosenquote: relative Häufigkeit der Perioden mit höherer Arbeitslosenquote als im Durchschnitt der zurückliegenden vier Quartale. Die Schwellenwerte für die farbliche Hinterlegung sind 15 ■, 30 ■, 70 ■ und 85 ■. 6 – Economic Sentiment Indicator (ESI). Durchschnitt 1990–2016 = 100. Januar 1990 bis September 2017. 7 – Arbeitslose in Relation zur Erwerbsbevölkerung. 1. Quartal 1991 bis 2. Quartal 2017. 8 – HVPi ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak. Veränderung zum Vorjahresmonat. Januar 2002 bis September 2017. 9 – Veränderung der nominalen Lohnstückkosten zum Vorjahresquartal. 1. Quartal 1996 bis 2. Quartal 2017.

Quellen: Europäische Kommission, Eurostat, IWF, OECD, eigene Berechnungen

Daten zur Tabelle

Geld- und Fiskalpolitik

242. Die expansive Geldpolitik der EZB sorgt für weiterhin außergewöhnlich **günstige Finanzierungsbedingungen im Euro-Raum**. Der durchschnittliche Zinssatz für Neukredite (Composite Cost of Borrowing Indicator der EZB) liegt momentan bei unter 2 %. Bislang steigt die Kreditvergabe an private Haushalte trotz des positiven Umfelds nur moderat an, zuletzt im September um 3,1 % im Vergleich zum Vorjahreszeitraum. Bei der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen ist das Wachstum mit 1,5 % weiterhin sehr gering. Angesichts der verbesserten konjunkturellen Lage im Euro-Raum wirkt die fortdauernde **Nullzinspolitik** der EZB jedoch zunehmend expansiv. ↘ ZIFFER 327 Zinsreaktionsfunktionen wie die Taylor-Regel legen bereits seit Längerem eine straffere Zinspolitik nahe. ↘ ZIFFER 356 Nicht zuletzt befördert die lockere Geldpolitik den Anstieg der **Risiken im Finanzsystem**. ↘ ZIFFERN 472 FF.
243. Die **Konsolidierung** der Staatsfinanzen ist in den vergangenen Jahren **weitgehend eingestellt** worden, was sich in den fallenden strukturellen Primärsalden der Mitgliedstaaten widerspiegelt. ↘ ZIFFERN 13, 403 Prognosen der Europäischen Kommission zufolge wird sich der strukturelle Primärsaldo nächstes Jahr zum vierten Mal in Folge verschlechtern. Nicht zuletzt vor dem Hintergrund der weiterhin hohen Staatsverschuldung vieler Mitgliedstaaten stellt sich daher die Frage, welche fiskalischen Puffer in einem möglichen zukünftigen Abschwung verbleiben. ↘ ZIFFERN 520 FF.

2. Strukturelle Anpassungen und Probleme

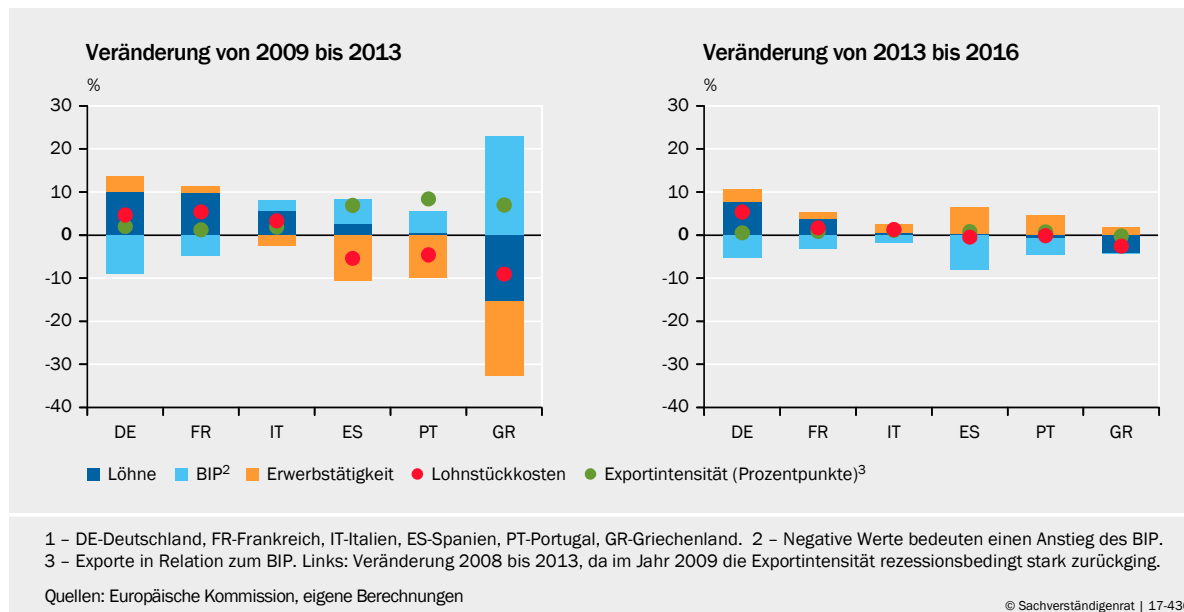
Wettbewerbsfähigkeit

244. Für die wirtschaftlichen Aussichten der Mitgliedstaaten ist ihre Wettbewerbsfähigkeit von großer Bedeutung, da diese die Exportentwicklung beeinflusst. Viele Mitgliedstaaten des Euro-Raums hatten ein sehr starkes Wachstum ihrer **Lohnstückkosten** in den Jahren 1999 bis 2009 verzeichnet. Dabei hatten sie vor allem gegenüber Deutschland an preislicher Wettbewerbsfähigkeit eingebüßt, wo die Lohnstückkosten in demselben Zeitraum weitgehend konstant geblieben waren.

Seitdem hat sich diese Tendenz umgekehrt. Im Zeitraum von 2009 bis 2013 stiegen die Lohnstückkosten in Deutschland um annähernd 5 %, während sie zeitgleich außer in Italien in den südeuropäischen Krisenländern fielen. ↘ [ABBILDUNG 18 LINKS](#) Der Rückgang der Lohnstückkosten wurde durch sinkende Nominallöhne, wie in Griechenland, und im Fall von Portugal und Spanien durch die sogenannte Entlassungsproduktivität erreicht, also dadurch, dass eine gegebene Wertschöpfung durch deutlich weniger Erwerbstätige erbracht wird. Seit dem Jahr 2014 haben sich die Lohnstückkosten in den Krisenländern kaum noch verändert, während sie in Deutschland weiter gestiegen sind. ↘ [ABBILDUNG 18 RECHTS](#)

▸ ABBILDUNG 18

Lohnstückkosten und Exportintensität in ausgewählten Mitgliedstaaten des Euro-Raums¹



Daten zur Abbildung

245. Die verbesserte preisliche Wettbewerbsfähigkeit ging in den Programmländern mit einer Reduktion der Leistungsbilanzdefizite und einem Anstieg der Exporte in Relation zum BIP (Exportintensität) einher. In Griechenland ist die gestiegene Exportintensität vor allem auf den Einbruch der Wirtschaftsleistung zurückzuführen. In den Jahren 2008 bis 2013 fiel das griechische BIP um 25 %, während die Exporte um 3 % zurückgingen. Dagegen setzte sich in Frankreich und Italien die seit Einführung des Euro schwache **Exportentwicklung** fort (JG 2014 Ziffer 139). Seit dem Jahr 2013 sind Exporte und Wirtschaftsleistung in ähnlichem Tempo gewachsen, sodass sich die Exportintensität kaum verändert hat.
246. Das schwache Produktivitätswachstum in den Krisenländern erschwert die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit und reduziert zugleich den Verteilungsspielraum bei Lohnverhandlungen. Einen Maßstab für diesen Verteilungsspielraum stellen die realen Lohnstückkosten beziehungsweise die Lohnquote dar. ▸ KASTEN 4 Die Lohnquote bemisst den Anteil der Arbeitseinkommen am Gesamteinkommen einer Volkswirtschaft. Wie in den meisten entwickelten Volkswirtschaften fiel die Lohnquote im Euro-Raum in den vergangenen Jahrzehnten. Seit Mitte der 2000er-Jahre ist der **Rückgang der Lohnquote** im Euro-Raum allerdings **gestoppt**.

▸ KASTEN 4

Lohnquoten im internationalen Vergleich

Lohnstückkosten und Lohnquote stehen in einem engen Zusammenhang. Die Lohnstückkosten setzen das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer in Relation zur realen Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen. Sie dienen somit, in Kombination mit dem effektiven Wechselkurs, als Maß für die preisliche Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft. Bereinigt man die Lohnstückkosten um die Inflation, so erhält man die **realen Lohnstückkosten**, deren Entwicklung mit derjenigen der **Lohnquote** überein-

stimmt (Burda und Wyplosz, 2009). Die bereinigte Lohnquote bezieht Selbstständige mit in die Lohnsumme ein und wird wie folgt berechnet:

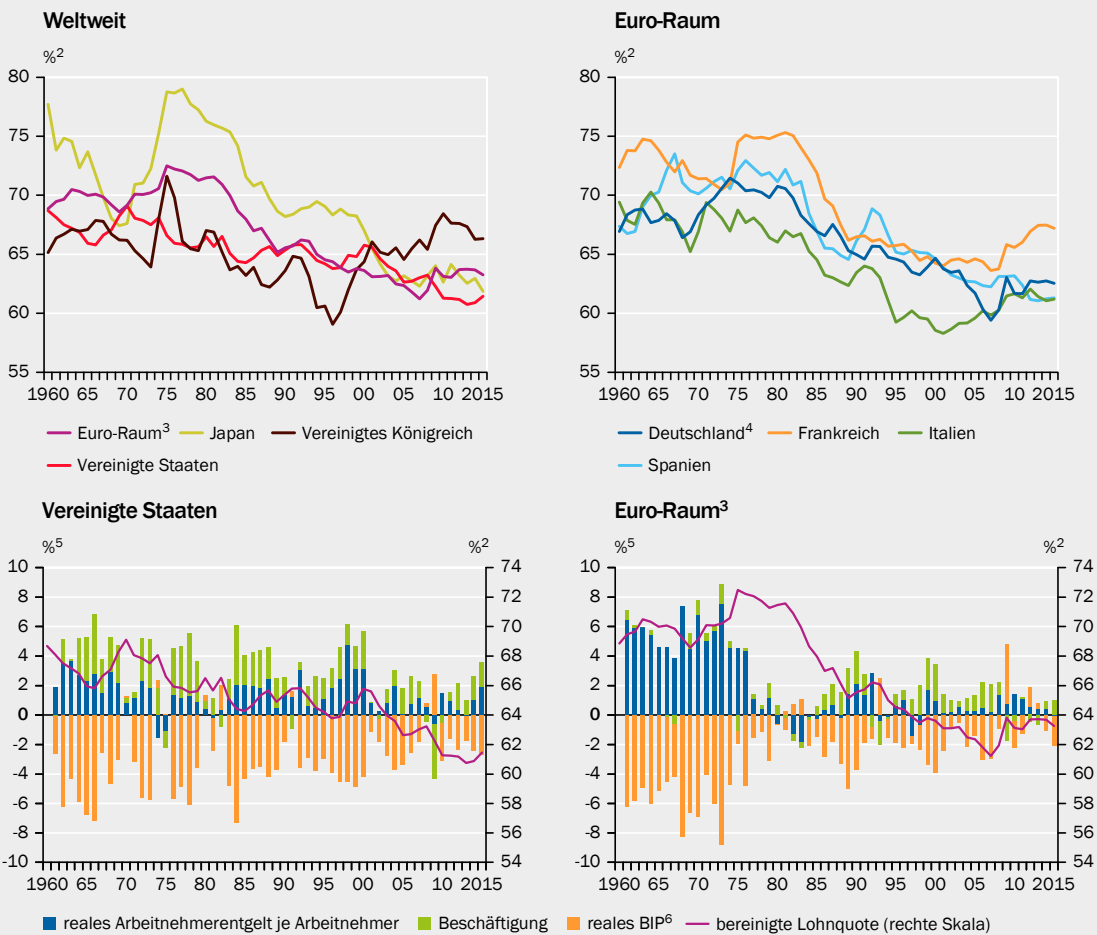
$$\text{Bereinigte Lohnquote} = \frac{\text{Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer} \times \text{Erwerbstätige}}{\text{Bruttoinlandsprodukt zu Faktorkosten}}$$

Dabei wird unterstellt, dass Selbstständige im Durchschnitt das gleiche Arbeitseinkommen wie Arbeitnehmer erzielen. Die Lohnquote misst den Teil des BIP, der dem Produktionsfaktor Arbeit zukommt. Kapitaleinkommen der Arbeitnehmer sind in der Lohnquote nicht eingeschlossen. Ebenso wenig berücksichtigt die Lohnquote die Verteilung der Arbeitseinkommen. Daher wird der Lohnquote nur eine **begrenzte Rolle als Verteilungsmaß** beigemessen (JG 2016 Ziffer 795).

Der Rückgang der Lohnquoten in den meisten entwickelten Volkswirtschaften ist zuletzt häufig thematisiert worden (Elsby et al., 2013; Neiman und Karabarbounis, 2014; OECD, IWF, Weltbankgruppe, 2015; Autor et al., 2017; IWF, 2017d). Es zeigt sich ein **globaler Trend sinkender Lohnquoten im Zeitraum der Jahre 1980 bis 2005**. [ABBILDUNG 19 OBEN LINKS](#) Als mögliche Ursachen der fallenden Lohnquoten während der 1980er- und 1990er-Jahre gelten erleichterte Produktionsverlagerungen aufgrund globaler Wertschöpfungsketten, investitionsspezifischer technologischer Wandel, die wachsende Bedeutung des Dienstleistungs- und Informationsbereichs sowie eine verringerte Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer.

ABBILDUNG 19

Entwicklung der bereinigten Lohnquoten¹



1 - Die bereinigte Lohnquote setzt das reale Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer in Relation zum realen BIP zu Faktorkosten je Erwerbstätigen. 2 - In Relation zum BIP. 3 - Euro-12-Mitgliedstaaten. Bis 1991 einschließlich Westdeutschland. 4 - Bis 1991 Westdeutschland. 5 - Veränderung zum Vorjahr. 6 - Negative Werte bedeuten einen Anstieg des BIP.

Quellen: Europäische Kommission, eigene Berechnungen © Sachverständigenrat | 17-437

Daten zur Abbildung

Seit den 2000er-Jahren ist der Rückgang der Lohnquote jedoch weitgehend zum Stillstand gekommen. In einigen Ländern hat sich sogar wieder ein Anstieg ergeben. So ist die Lohnquote im Vereinigten Königreich in den vergangenen 20 Jahren um mehr als fünf Prozentpunkte gestiegen. Sie liegt derzeit in etwa auf dem Niveau der 1970er-Jahre. In den großen Mitgliedstaaten des Euro-Raums hat es **ähnliche, aber nicht völlig synchrone Verläufe der Lohnquote** gegeben. [↘ ABBILDUNG 19 OBEN RECHTS](#) Während die Lohnquote in Frankreich vor allem während der 1980er-Jahre sehr deutlich fiel, verlief der Rückgang in Deutschland, Italien und Spanien weit gradueller bis in die 2000er-Jahre hinein. Die Größenordnung des Rückgangs seit dem Jahr 1980 war mit knapp zehn Prozentpunkten jedoch in den vier Ländern sehr ähnlich.

Die zeitliche Veränderung der Lohnquote wird durch das **Reallohnwachstum** je Arbeitnehmer, das Beschäftigungswachstum und die Veränderung des realen BIP bestimmt. Bleibt das Wachstum der **Lohnsumme** hinter dem Wachstum des BIP zurück, fällt die Lohnquote. Es zeigen sich Unterschiede in den Beiträgen zum Wachstum der realen Lohnsumme über die Zeit und zwischen Regionen. In den Vereinigten Staaten machte der Beschäftigungsanstieg, nicht zuletzt aufgrund eines vergleichsweise hohen Bevölkerungswachstums, seit den 1960er-Jahren einen großen Teil des Wachstums der Lohnsumme aus. [↘ ABBILDUNG 19 UNTEN LINKS](#)

Demgegenüber nahmen sich die Beschäftigungsveränderungen im Euro-Raum bis Ende der 1980er-Jahre gering aus, während das Reallohnwachstum vor allem in den 1960er- und 1970er-Jahren um einiges höher war als in den Vereinigten Staaten. [↘ ABBILDUNG 19 UNTEN RECHTS](#) Seit den 1990er-Jahren ist ein substanzieller **Beschäftigungsanstieg** im Euro-Raum zu verzeichnen. Gründe dafür sind gestiegene Zuwanderung (zum Beispiel in Spanien während der 2000er-Jahre), die erhöhte Erwerbsbeteiligung von Frauen und Älteren sowie fallende Arbeitslosenquoten (zum Beispiel in Deutschland seit Mitte der 2000er-Jahre).

Ein Merkmal der Lohnquote ist ihr **antizyklisches Verhalten im Konjunkturverlauf**. So gingen kurzfristige Anstiege der Lohnquote zumeist mit einem schwachen oder gar negativen Wirtschaftswachstum einher, insbesondere in den großen Ölpreiskrisen und im Zuge der Finanzkrise. Gründe hierfür sind Preis- und Lohnrigiditäten sowie Arbeitsmarktfriktionen, die dafür sorgen, dass in einer Rezession die Lohnsumme nicht in gleichem Maß wie die Wirtschaftsleistung zurückgeht. Die Kapitaleinkommen tragen somit einen überproportionalen Teil des Risikos eines konjunkturellen Abschwungs.

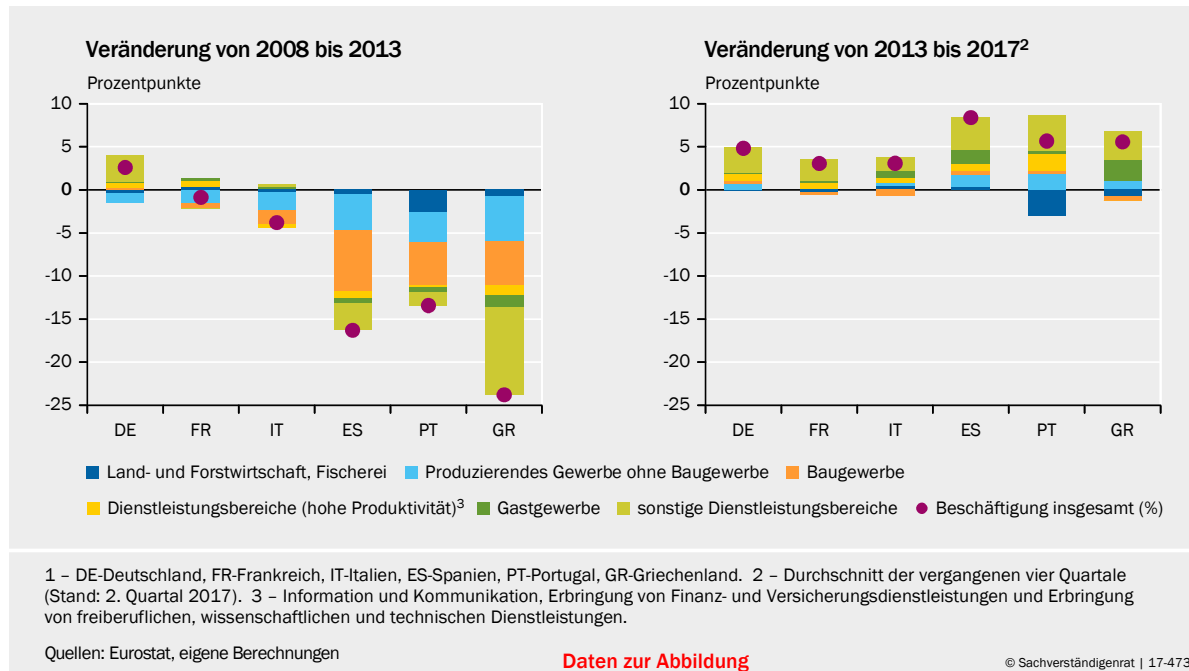
- 247.** Strukturreformen stellen eine weitere Möglichkeit dar, die Wettbewerbsfähigkeit zu erhöhen. In den Krisenjahren haben vor allem Staaten mit hohen Arbeitslosenquoten und stark regulierten Produktmärkten davon Gebrauch gemacht. [↘ ZIFFER 415](#) **Arbeits- und Produktmarktreformen** steigern das Wachstumspotenzial und erhöhen die nicht-preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Volkswirtschaft. Durch weitere Reformen könnten daher die aktuell gute wirtschaftliche Entwicklung im Euro-Raum gefestigt und die mittelfristigen Wachstumsperspektiven verbessert werden. [↘ ZIFFERN 88 FF.](#)

Strukturwandel

- 248.** Die wirtschaftliche Entwicklung der Mitgliedstaaten wird nicht nur durch die Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit geprägt, sondern auch durch den **Strukturwandel**, das heißt von der Reallokation von Produktionsfaktoren zwischen und innerhalb von Wirtschaftsbereichen. Spanien, Griechenland und Irland wiesen vor der Finanzkrise ein aufgeblähtes Baugewerbe auf. So machten laut Eurostat die Investitionen für den Wohnbau im Jahr 2006 12,1 %

▸ **ABBILDUNG 20**

Beschäftigung nach Wirtschaftsbereichen in ausgewählten Mitgliedstaaten des Euro-Raums¹



des spanischen BIP aus. Zehn Jahre später betrug das Verhältnis von Wohnbauinvestitionen zur Wirtschaftsleistung 4,6 % und liegt somit unterhalb des deutschen oder französischen Niveaus von etwa 6 %.

Dieser Strukturwandel hinterließ deutliche Spuren auf den Arbeitsmärkten. So entfiel ein großer Teil des Beschäftigungsrückgangs während der Krise auf das **Baugewerbe**. ▸ **ABBILDUNG 20 LINKS** Dagegen sind während der Erholung seit dem Jahr 2013 neue Stellen vorwiegend im **Dienstleistungsbereich** entstanden. ▸ **ABBILDUNG 20 RECHTS** Im **Produzierenden Gewerbe** wurden ebenfalls Stellen geschaffen, wenngleich dies bislang nicht ausgereicht hat, um die dort während der Krise entstandenen erheblichen Beschäftigungsverluste auszugleichen.

249. Das **Gastgewerbe** hat insbesondere in Spanien und Griechenland einen substanziellen Beitrag zum Beschäftigungsaufbau seit dem Jahr 2013 geleistet. Dort ist die Beschäftigung um einiges schneller gewachsen als in anderen Wirtschaftsbereichen. Portugal verzeichnete zuletzt ebenfalls ein deutliches Beschäftigungswachstum im Gastgewerbe. Diese positive Entwicklung spiegelt das außerordentliche Wachstum des **Tourismus** in Südeuropa wider und dürfte nicht zuletzt davon begünstigt worden sein, dass die Qualifikationsanforderungen in diesem Bereich vergleichsweise gering sind. Dies könnte die Reallokation von Erwerbslosen mit geringer Qualifikation hin zu solchen Dienstleistungsbereichen erleichtert haben (Banco de España, 2017). Offen ist, ob sich das Wachstum im Tourismusbereich in diesem Tempo fortsetzen wird, vor allem, falls die politische Unsicherheit in anderen Ländern zurückgehen sollte.
250. Die von der Finanz- und Staatsschuldenkrise besonders betroffenen südeuropäischen Mitgliedstaaten haben in den vergangenen Jahren enorme **strukturelle Anpassungen** vollzogen. Entsprechend stark hat sich die Beschäftigungsstruktur in diesen Volkswirtschaften verändert. Vor allem das Baugewerbe hat an Bedeutung verloren. Im Zuge der Erholung seit dem Jahr 2013 sind vorwiegend

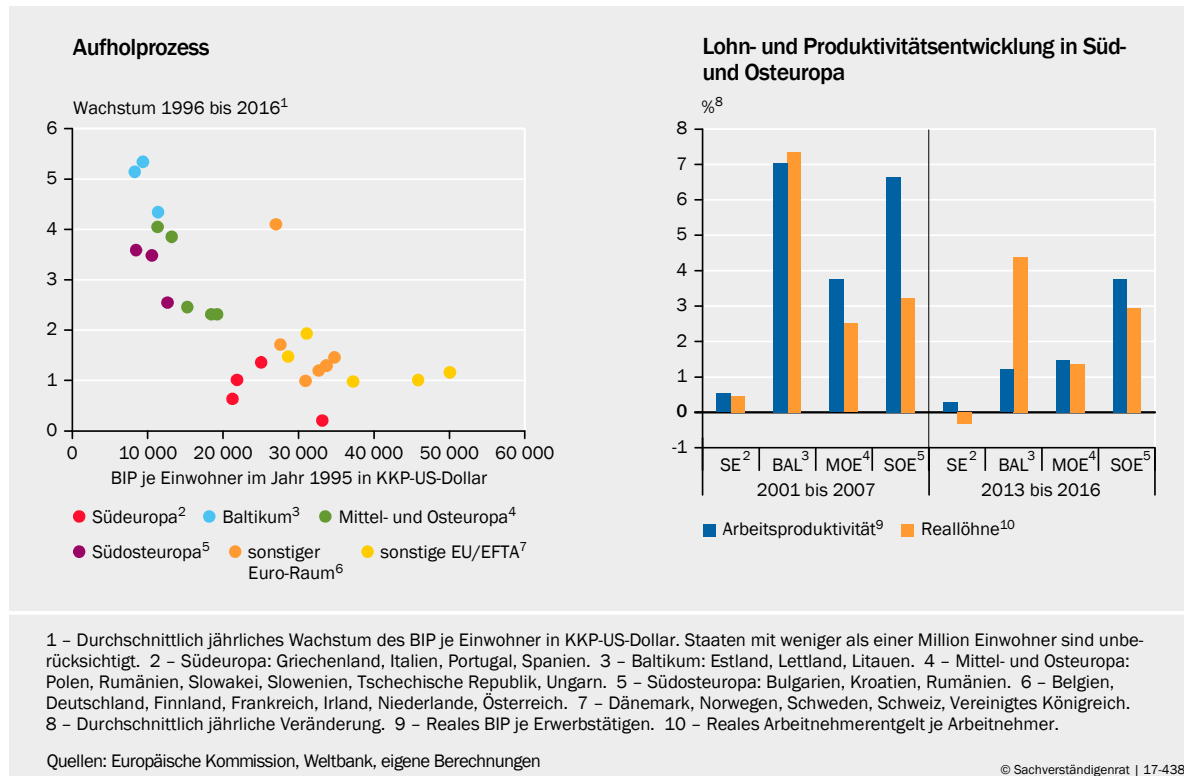
Stellen in Dienstleistungsbereichen mit einem geringeren Produktivitäts- und Lohnniveau geschaffen worden. Eine ähnliche Entwicklung ist für den restlichen Euro-Raum zu beobachten. Dieser Kompositionseffekt hat das Lohnwachstum in den vergangenen Jahren gedämpft (EZB, 2015, 2016). Weitere Anstrengungen sind notwendig, um einen verstärkten Stellenaufbau in produktiveren Bereichen zu ermöglichen.

Anhaltende Probleme

251. Ungeachtet der strukturellen Anpassungen seit der Krise verbleiben in vielen Mitgliedstaaten ungelöste Probleme. Ein nicht zu vernachlässigendes Wachstumshemmnis stellt für einige Mitgliedstaaten das weiterhin hohe Niveau an **notleidenden Krediten** dar. ↘ ZIFFER 444 Dies beeinträchtigt nicht nur die Kreditvergabe der betroffenen Banken, sondern verlangsamt zudem den Strukturwandel, weil Kredite an unproduktive und zum Teil nicht überlebensfähige Firmen verlängert werden (JG 2016 Ziffern 514 ff.).
252. Im Euro-Raum ließ sich in der Vergangenheit ein gestiegener Anteil von Firmen beobachten, die länger als zehn Jahre existieren und ein geringes Verhältnis von operativem Ergebnis zu Zinsausgaben (Zinsdeckungsgrad) aufweisen. Im Zeitraum von 2003 bis 2013 nahm die Anzahl dieser sogenannten **Zombie-Firmen** in verschiedenen OECD-Ländern zu, während es zeitgleich immer weniger Firmengründungen gab (McGowan et al., 2017). Dieser Studie zufolge war dieses Phänomen in Italien und Spanien besonders ausgeprägt, wo künstlich am Leben gehaltene, unproduktive Unternehmen zunehmend Kapital banden. Dies führte zu einer steigenden Fehlallokation von Ressourcen. Ob die jüngst erzielten Fortschritte beim Abbau der notleidenden Kredite in diesen Ländern zu einem Rückgang an Zombie-Firmen führen werden, bleibt abzuwarten.
253. Ein weiteres Problem im Euro-Raum und in der EU ist die **Divergenz der Pro-Kopf-Einkommen**. Der neoklassischen Konvergenzhypothese zufolge sollten Länder mit einem geringen Wohlstandsniveau schneller wachsen als höher entwickelte Volkswirtschaften. Während die osteuropäischen Mitgliedstaaten tatsächlich deutlich schneller gewachsen sind als die restliche EU, hat sich das Wohlstandsgefälle zwischen **Südeuropa** auf der einen und Mittel- und Nordeuropa auf der anderen Seite seit dem Jahr 1995 verstärkt. ↘ ABBILDUNG 21 LINKS Dies deutet auf weiterhin bestehende strukturelle Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten hin, die eine Konvergenz der Pro-Kopf-Einkommen in der EU erschweren. Problematisch ist in diesem Zusammenhang, dass Griechenland und Italien gegenwärtig die höchsten öffentlichen Schuldenstandsquoten und zugleich mit die geringsten Wachstumsraten in der EU aufweisen.
254. Ein wesentlicher Grund für das geringe Wachstum der Pro-Kopf-Einkommen in Südeuropa ist die schwache **Produktivitätsentwicklung**. ↘ ABBILDUNG 21 RECHTS Die Arbeitsproduktivität hatte bereits vor der Finanzkrise stagniert. In Osteuropa hat sich das Produktivitätswachstum wie in vielen anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften im Vergleich zum Zeitraum von 2000 bis 2007 zwar verlangsamt, ist aber weiterhin um ein Vielfaches höher als in Südeuropa. Das **Reallohnwachstum** ist dabei nicht in demselben Maße wie das Produktivitäts-

▾ ABBILDUNG 21

Reale Konvergenz in Europa



Daten zur Abbildung

wachstum zurückgegangen. In Estland, Lettland und Litauen sind die Reallöhne in den vergangenen Jahren sogar deutlich stärker gestiegen als die Produktivität. Diese Entwicklung spiegelt vor allem die zunehmend **angespannte Lage am Arbeitsmarkt in Osteuropa** wider (IWF, 2016).

255. Nicht zuletzt die hohe Anzahl an Auswanderern hat in den vergangenen 25 Jahren zu einer Verknappung des Arbeitsangebots in diesen Ländern beigetragen. **Emigration** sowie geringe Geburtenraten haben beispielsweise im Baltikum zu einem Rückgang der Bevölkerung im Alter von 15 bis 64 Jahren um knapp 25 % im Vergleich zum Jahr 1990 geführt. Insgesamt sind im Zeitraum von 1990 bis 2012 fast 20 Millionen Menschen aus den Ländern Zentral-, Ost- und Südosteuropas ausgewandert (Atoyan et al., 2016).

Auswanderung verknappt das Arbeitsangebot im Herkunftsland nicht nur, indem es das Arbeitskräftepotenzial verringert. Darüber hinaus können Geldüberweisungen von Migranten in ihre Herkunftsländer zu einer zusätzlichen Reduktion des Arbeitsangebots und somit zu **höheren Löhnen** führen, indem sie dort den Reservationslohn der Empfänger erhöhen (Atoyan et al., 2016). Dies dürfte sich auf die Inflationsentwicklung auswirken. In Estland, Lettland und Litauen sind die **Verbraucherpreise**, nach einem moderaten Verlauf in den vergangenen Jahren, zuletzt stark gestiegen. Im Jahr 2017 wird die Inflationsrate in diesen Ländern voraussichtlich bei 3 % und mehr liegen.

3. Ausblick

256. Der Sachverständigenrat erwartet für den Euro-Raum eine **Fortsetzung des Aufschwungs**. Die Wachstumsraten des BIP werden in diesem und dem kommenden Jahr voraussichtlich oberhalb der Potenzialrate liegen. [TABELLE 5](#) Die robuste Inlandsnachfrage dürfte sich dabei weiterhin als wichtigster Treiber des Wachstums erweisen. Sie wird im Prognosezeitraum durch den anhaltenden Beschäftigungsaufbau und den Rückgang der zum Teil noch hohen Arbeitslosenquoten gestärkt. Aufgrund der in einigen Mitgliedstaaten, insbesondere Deutschland, recht hohen Auslastung der Produktionskapazitäten ist jedoch damit zu rechnen, dass sich die sehr starke Wachstumsdynamik des ersten Halbjahres 2017 im Prognosezeitraum leicht abschwächen wird.
257. Eine Zunahme politischer **Risiken**, das in einigen Mitgliedstaaten weiterhin hohe Niveau notleidender Kredite sowie ein abrupter und unerwarteter Zinsanstieg könnten sich negativ auf das Wachstum im Euro-Raum auswirken. Demgegenüber könnte eine stärker als erwartet ausfallende Investitionsdynamik zum Ausbau von Produktionskapazitäten führen und so das Wachstum kurz- und mittelfristig auf hohem Niveau halten. In der längeren Frist wirkt allerdings das anhaltend geringe Produktivitätswachstum im Euro-Raum dämpfend (EZB, 2017b).

▽ TABELLE 5

Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Erwerbslosenquote im Euro-Raum

Land/Ländergruppe	Gewicht in % ¹	Bruttoinlandsprodukt ²			Verbraucherpreise (HVPI) ³			Erwerbslosenquote ⁴		
		Veränderung zum Vorjahr in %						%		
		2016	2017 ⁵	2018 ⁵	2016	2017 ⁵	2018 ⁵	2016	2017 ⁵	2018 ⁵
Euro-Raum^{6,7}	100	1,8	2,3	2,1	0,2	1,5	1,5	10,0	9,2	8,6
darunter:										
Deutschland ⁷	29,2	1,9	2,3	2,2	0,4	1,7	1,7	4,1	3,8	3,7
Frankreich	20,7	1,2	1,8	1,9	0,3	1,1	1,3	10,1	9,6	9,1
Italien	15,5	0,9	1,5	1,4	- 0,1	1,4	1,2	11,7	11,3	10,8
Spanien	10,3	3,3	3,1	2,3	- 0,3	2,0	1,6	19,6	17,3	16,1
Niederlande	6,5	2,2	3,4	2,7	0,1	1,3	1,6	6,0	4,8	4,3
Belgien	3,9	1,5	1,7	1,6	1,8	2,2	1,8	7,8	7,4	7,3
Österreich	3,2	1,5	2,9	2,5	1,0	2,1	1,9	6,0	5,5	5,4
Irland	2,6	5,1	3,9	3,7	- 0,2	0,3	1,2	7,9	6,3	5,4
Finnland	2,0	1,9	2,9	2,1	0,4	0,9	1,2	8,8	8,7	8,4
Portugal	1,7	1,5	2,7	1,9	0,6	1,5	1,8	11,2	9,2	8,2
Griechenland	1,6	- 0,2	0,9	2,0	0,0	1,2	1,1	23,6	21,5	20,0
Euro-Raum ohne Deutschland	70,8	1,8	2,3	2,1	0,2	1,5	1,4	12,2	11,1	10,4

1 – Anteil des nominalen BIP des Jahres 2016 am nominalen BIP des Euro-Raums. 2 – Ist-Zahlen gemäß Eurostat. Prognosewerte für 2017 und 2018 basieren auf saison- und kalenderbereinigten Quartalswerten. 3 – Harmonisierter Verbraucherpreisindex. 4 – Standardisiert nach ILO-Konzept. Für den gesamten Euro-Raum und den Euro-Raum ohne Deutschland gewichtet mit der Anzahl der Erwerbspersonen des Jahres 2016. 5 – Prognose des Sachverständigenrates. 6 – Gewichteter Durchschnitt der 19 Mitgliedstaaten des Euro-Raums. 7 – In Abweichung zu Tabelle 2 im JG 2016 werden für Deutschland die kalenderbereinigten Werte des BIP berücksichtigt.

Quellen: Eurostat, eigene Berechnungen

Daten zur Tabelle

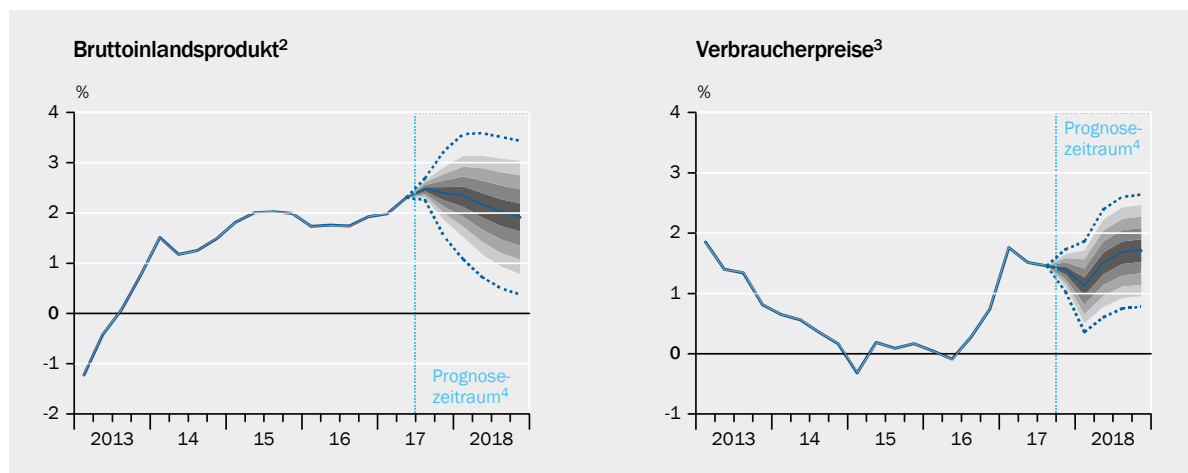
© Sachverständigenrat | 17-312

Ein aktuelles Risiko stellen Bestrebungen einer Abspaltung Kataloniens von Spanien dar. **Katalonien**, hinsichtlich Wirtschaftsleistung und Wohlstand vergleichbar mit der Region Madrid, trägt jeweils etwa ein Viertel zur spanischen Industrieproduktion und zu den spanischen Exporten bei (Schrader und Laaser, 2017). Die katalanische Wirtschaft ist mit den anderen spanischen Regionen eng verflochten. Dies zeigt sich unter anderem an einem synchronen Wachstumsverlauf Spaniens und Kataloniens in den vergangenen 15 Jahren (Schrader und Laaser, 2017). Hält die Unsicherheit an, dürfte sich dies negativ auf das Wirtschaftswachstum Spaniens und insbesondere Kataloniens im Jahr 2018 auswirken. Größere unmittelbare Auswirkungen auf den Euro-Raum sind hingegen vorerst nicht zu erwarten.

258. Für die **Prognose** wird angenommen, dass weder die oben genannten Chancen noch die beschriebenen Risiken eintreffen. Der Sachverständigenrat erwartet für die Jahre 2017 und 2018 im Euro-Raum einen Anstieg des BIP von 2,3 % beziehungsweise 2,1 %. [TABELLE 5](#) Die Verbraucherpreisinflation wird voraussichtlich in diesem und im kommenden Jahr bei jeweils 1,5 % liegen. [ABBILDUNG 22](#) Für die Kerninflationsrate erwartet der Sachverständigenrat einen Anstieg auf 1,1 % im Jahr 2017 und 1,4 % im Jahr 2018, jeweils im Vergleich zum Vorjahr.

▸ ABBILDUNG 22

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 – Kalender- und saisonbereinigt. 3 – Harmonisierter Verbraucherpreisindex. 4 – Prognose des Sachverständigenrates.

Quellen: Eurostat, eigene Berechnungen

Daten zur Abbildung

© Sachverständigenrat | 17-479

LITERATUR

- [Abe, S.](#) (2017), Press Conference by Prime Minister Shinzo Abe, Rede, Tokio, 25. September.
- [Atoyan, R. et al.](#) (2016), Emigration and Its Economic Impact on Eastern Europe, IMF Staff Discussion Note 16/07, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- [Autor, D., D. Dorn, L.F. Katz, C. Patterson und J.V. Reenen](#) (2017), The Fall of the Labor Share and the Rise of Superstar Firms, NBER Working Paper 23396, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- [Banco de España](#) (2017), Changes in Sectoral Employment During the Crisis and Subsequent Recovery, Economic Bulletin 3/2017, Banco de España, Madrid.
- [BIZ](#) (2017), BIZ-Quartalsbericht September 2017, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel.
- [BoJ](#) (2017), Statement on Monetary Policy September 2017, Bank of Japan, Tokio.
- [Breuer, S. und J. Klose](#) (2015), Who gains from nominal devaluation? An empirical assessment of Euro Area exports and imports, *The World Economy* 38, 1966–1989.
- [Burda, M.C. und C. Wyplosz](#) (2009), *Macroeconomics - A European Text*, Oxford University Press.
- [CBO](#) (2017), An Update to the Budget and Economic Outlook: 2017 to 2027, Congressional Budget Office, Washington, DC.
- [Christiano, L.J. und T.J. Fitzgerald](#) (2003), The Band Pass Filter, *International Economic Review* 44, 435–465.
- [Ciccarelli, M. und C. Osbat](#) (2017), Low inflation in the euro area: Causes and consequences, ECB Occasional Paper 181, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- [Daly, M.C., B. Hobijn und B. Pyle](#) (2016), What's Up with Wage Growth?, FRBSF Economic Letter 7, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- [Deutsche Bundesbank](#) (2014), Zur Verlässlichkeit der Schätzungen internationaler Organisationen zur Produktionslücke, Monatsbericht April 2014, Frankfurt am Main.
- [Elsby, M.W.L., B. Hobijn und A. Sahin](#) (2013), The Decline of the U.S. Labor Share, *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington, DC.
- [Elstner, S., H. Michaelis und C.M. Schmidt](#) (2016), Das leere Versprechen der aktiven Konjunktursteuerung, *Wirtschaftsdienst* 96, 534–540.
- [EZB](#) (2017a), ECB staff macroeconomic projections for the euro area, Macroeconomic projections, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- [EZB](#) (2017b), The slowdown in euro area productivity in a global context, Economic Bulletin 3/2017, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- [EZB](#) (2016), Recent wage trends in the euro area, Economic Bulletin 3/2016, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- [EZB](#) (2015), What is behind the recent rebound in euro area employment?, Economic Bulletin 8/2015, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- [Federal Reserve Bank of New York](#) (2017), Quarterly Report on Household Debt and Credit - 2017 Q2.
- [Hamilton, J.D.](#) (2017), Why You Should Never Use the Hodrick-Prescott Filter, *The Review of Economics and Statistics*, im Erscheinen.
- [Hodrick, R.J. und E.C. Prescott](#) (1997), Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation, *Journal of Money, Credit and Banking* 29, 1–16.
- [IWF](#) (2017a), Recent Wage Dynamics in Advanced Economies: Drivers and Implications, World Economic Outlook, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- [IWF](#) (2017b), People's Republic of China: 2017 Article IV Consultation, IMF Country Report 17/247, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- [IWF](#) (2017c), Japan: Article IV Consultation, IMF Country Report 17/242, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.

IWF (2017d), Understanding the Downward Trend in Labor Income Shares, World Economic Outlook, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.

IWF (2016), Central, Eastern, and Southeastern Europe: How to Get Back on the Fast Track, Regional Economic Issues, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.

McGowan, M.A., D. Andrews und V. Millot (2017), The Walking Dead? Zombie Firms and Productivity Performance in OECD Countries, OECD Economics Department Working Papers 1372, OECD Publishing, Paris.

Neiman, B. und L. Karabarbounis (2014), The Global Decline of the Labor Share, The Quarterly Journal of Economics 129, 61–103.

OECD (2017a), OECD Economic Surveys: China 2017, Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung, Paris.

OECD (2017b), OECD Economic Outlook, Volume 2017 Issue 1, Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung, Paris.

OECD (2017c), OECD Economic Surveys: United Kingdom 2017, Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung, Paris.

OECD, IWF und Weltbankgruppe (2015), The Labour Share in G20 Economies, Report prepared for the G20 Employment Working Group, Organisation für wirtschaftliche Zusammenarbeit und Entwicklung, Internationaler Währungsfonds, Weltbankgruppe, Paris und Washington, DC.

Schrader, K. und C.-F. Laaser (2017), Die Bedeutung Kataloniens für die spanische Volkswirtschaft, Kiel Policy Brief 108, Institut für Weltwirtschaft, Kiel.