

# INTERNATIONALE KONJUNKTUR: NACH- LASSENDES EXPANSIONS- TEMPO BEI HOHEN RISIKEN

## **I. Weltwirtschaft: Aufschwung hält an - Risiken sind hoch**

1. Überblick
2. Chancen und Risiken
3. Ausblick

## **II. Konjunktur außerhalb des Euro-Raums**

1. Vereinigte Staaten: Aufschwung schreitet weiter fort
2. China: Handelsstreit verschärft Zielkonflikte
3. Japan: Kapazitäten zunehmend ausgelastet
4. Vereinigtes Königreich: Damoklesschwert Brexit

## **III. Euro-Raum: Weniger schwungvoll als im Vorjahr**

1. Konjunkturelle Lage
2. Aufschwung im Euro-Raum fortgeschritten
3. Ausblick

## **Literatur**

## DAS WICHTIGSTE IN KÜRZE

Die **positive konjunkturelle Entwicklung der Weltwirtschaft setzt sich fort**, wenngleich etwas weniger dynamisch als im Jahr 2017. Das Wachstum verlangsamte sich vor allem im ersten Quartal 2018, gewann danach aber wieder an Fahrt. Insbesondere in den Vereinigten Staaten legte das Wachstum deutlich zu. Hieran dürfte die Steuerreform einen spürbaren Anteil gehabt haben. In China ist eine deutliche Wachstumsverlangsamung bislang entgegen mancher Befürchtungen nicht eingetreten. Der Euro-Raum konnte das hohe Wachstumstempo des Vorjahrs hingegen nicht halten und fällt beim Wachstum hinter die Vereinigten Staaten zurück. Innerhalb des Euro-Raums verläuft das Wachstum dabei recht heterogen. In Japan ist die wirtschaftliche Dynamik ebenfalls wieder verhaltener. Die Wirtschaft des Vereinigten Königreichs wächst vor dem Hintergrund der Brexit-Verhandlungen nur schwach.

**Sorgen** bereiteten zuletzt einzelne **Schwellenländer**. Vor allem der Argentinische Peso und die Türkische Lira gerieten im Jahr 2018 unter Abwertungsdruck. Hohe Leistungsbilanzdefizite, eine substantielle Verschuldung in Fremdwährung sowie Zweifel an den politischen und institutionellen Rahmenbedingungen rückten diese Länder in den Fokus der Finanzmärkte. Bislang zeigen sich keine bedeutenden Ansteckungseffekte auf andere Länder. Dabei dürfte eine Rolle spielen, dass es sich primär um hausgemachte Probleme handelt und viele Schwellenländer größere Devisenreserven halten als in vergangenen Krisen.

Insgesamt kann mit einer Fortsetzung des Aufschwungs gerechnet werden, allerdings ist in wichtigen Volkswirtschaften mit einer Annäherung an die niedrigeren Potenzialwachstumsraten zu rechnen. Umfragen zeigen trotz Rückgängen zu Jahresbeginn eine sehr positive Stimmung bei Unternehmen und Haushalten. Die **robuste Beschäftigungsentwicklung** mit historisch niedrigen Arbeitslosenquoten stützt weiterhin das Wachstum des privaten Konsums, wenngleich dieses durch den gestiegenen Ölpreis etwas gebremst werden dürfte. Daneben bleiben **Geld- und Fiskalpolitik weiterhin expansiv** ausgerichtet. Angesichts zunehmend überausgelasteter Kapazitäten wirken sie damit prozyklisch. In vielen Ländern dürfte der Aufschwung schon weit fortgeschritten sein. Dafür sprechen nicht zuletzt die anziehende Preis- und Lohndynamik. Einige Zentralbanken wie die US-amerikanische Federal Reserve haben bereits die Zinsen erhöht, während die Europäische Zentralbank oder die Bank of Japan weiter an ihrer Negativzinspolitik festhalten.

Die **Risiken** sind hoch. Insbesondere droht eine **Eskalation des Handelskonflikts** zwischen den Vereinigten Staaten und China. Erst im September erhöhten die Vereinigten Staaten die Zölle auf viele chinesische Güter, woraufhin China mit Zollerhöhungen auf US-amerikanische Produkte reagierte. Die Europäische Union (EU) konnte zwar eine vorläufige Einigung im Handelskonflikt mit den Vereinigten Staaten erzielen. Ein Wiederaufflammen der Streitigkeiten kann aber nicht ausgeschlossen werden. Neben den direkten Auswirkungen der Zollerhöhungen auf Handel und Wertschöpfungsketten könnte die gestiegene Unsicherheit im Zuge des Handelskonflikts die positive Entwicklung der Weltwirtschaft beeinträchtigen. Zudem sind die Finanzstabilitätsrisiken in einigen Ländern erhöht.

Ein weiteres Risiko ist der nahende **Brexit**. Gelingt keine rechtzeitige Einigung über die zukünftigen Beziehungen zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU, droht eine deutliche Wachstumseintrübung im Vereinigten Königreich und in einem geringeren Ausmaß in anderen Ländern. In vielen Mitgliedstaaten des Euro-Raums stellt die **hohe Staatsverschuldung** in Kombination mit einem geringen Wachstumspotenzial und mittelfristig höheren Zinsen eine große Herausforderung dar. So ist fraglich, welche fiskalischen Spielräume in zukünftigen Abschwüngen verbleiben. Zudem könnten politische Unsicherheit, das fehlende Bemühen um solide Staatsfinanzen sowie die Rücknahme von Strukturreformen das Vertrauen in die Schuldentragfähigkeit einzelner Mitgliedstaaten und damit in die Stabilität der Währungsunion gefährden.

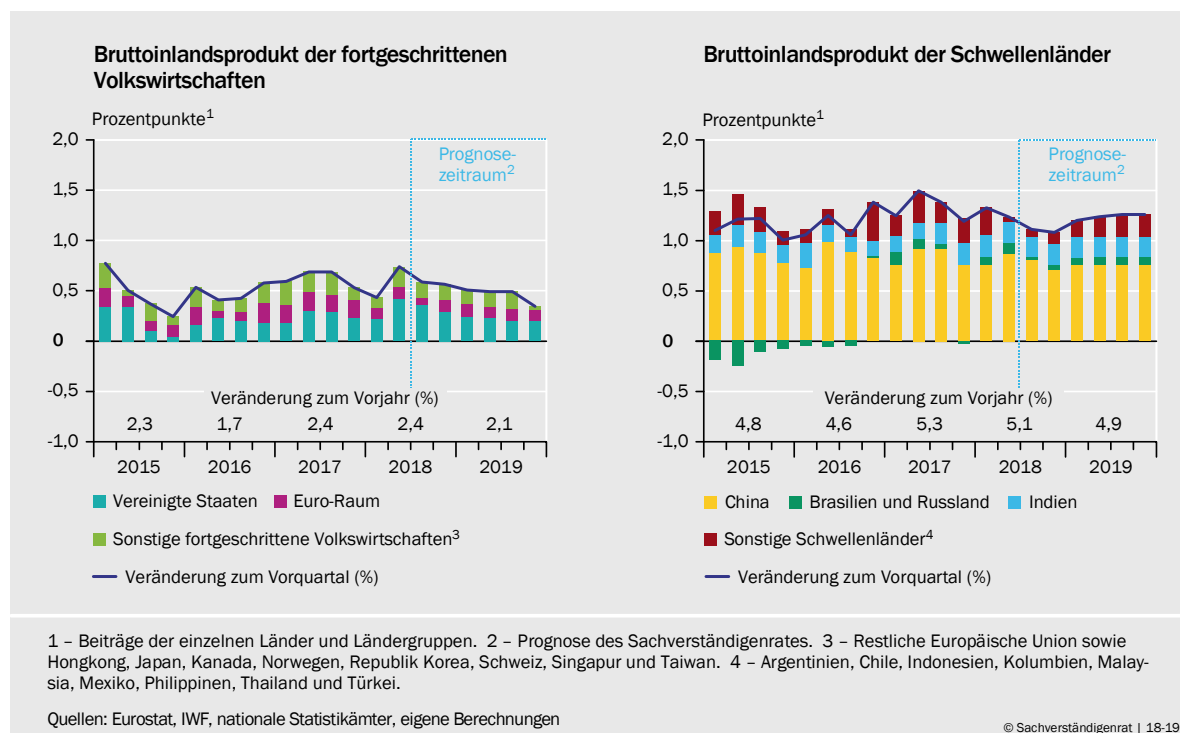
# I. WELTWIRTSCHAFT: AUFSCWUNG HÄLT AN – RISIKEN SIND HOCH

187. Nach dem kräftigen Wachstum des Vorjahres hat sich die konjunkturelle Dynamik in vielen Volkswirtschaften wieder etwas abgeschwächt. Der **Aufschwung** der Weltwirtschaft hält jedoch bislang an. Die **Auslastung** der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten nimmt in den meisten Volkswirtschaften weiter zu. Daher ist mit einer Verlangsamung des Wachstums zu rechnen. Gleichzeitig ist die zukünftige Entwicklung der Weltwirtschaft bedeutenden **Risiken** ausgesetzt. Hierzu zählt insbesondere eine weitere Eskalation der Handelskonflikte. Zudem geben die Entwicklungen in einigen Schwellenländern Anlass zur Sorge. In Europa besteht weiterhin Unklarheit bezüglich des Brexit. Im Euro-Raum bergen nicht zuletzt die hohe Verschuldung und die politische Unsicherheit in Italien Risiken für die Stabilität der Währungsunion.

## 1. Überblick

188. Nachdem die Wirtschaftsleistung im Jahr 2017 in den meisten großen Volkswirtschaften deutlich kräftiger zugenommen hatte als in den Vorjahren und die Wachstumserwartungen übertroffen worden waren, kam es um den Jahreswechsel 2017/2018 vielerorts zu einem **Rückgang der Wachstumsraten** des Bruttoinlandsprodukts (BIP). [ABBILDUNG 20](#) Im zweiten Quartal führten vor allem die hohe Dynamik in den Vereinigten Staaten und ein wieder kräftigeres Wachstum in China zu einer Gegenbewegung. Insgesamt sind die Wachstumsra-

▸ ABBILDUNG 20  
Voraussichtliche Entwicklung der Weltwirtschaft

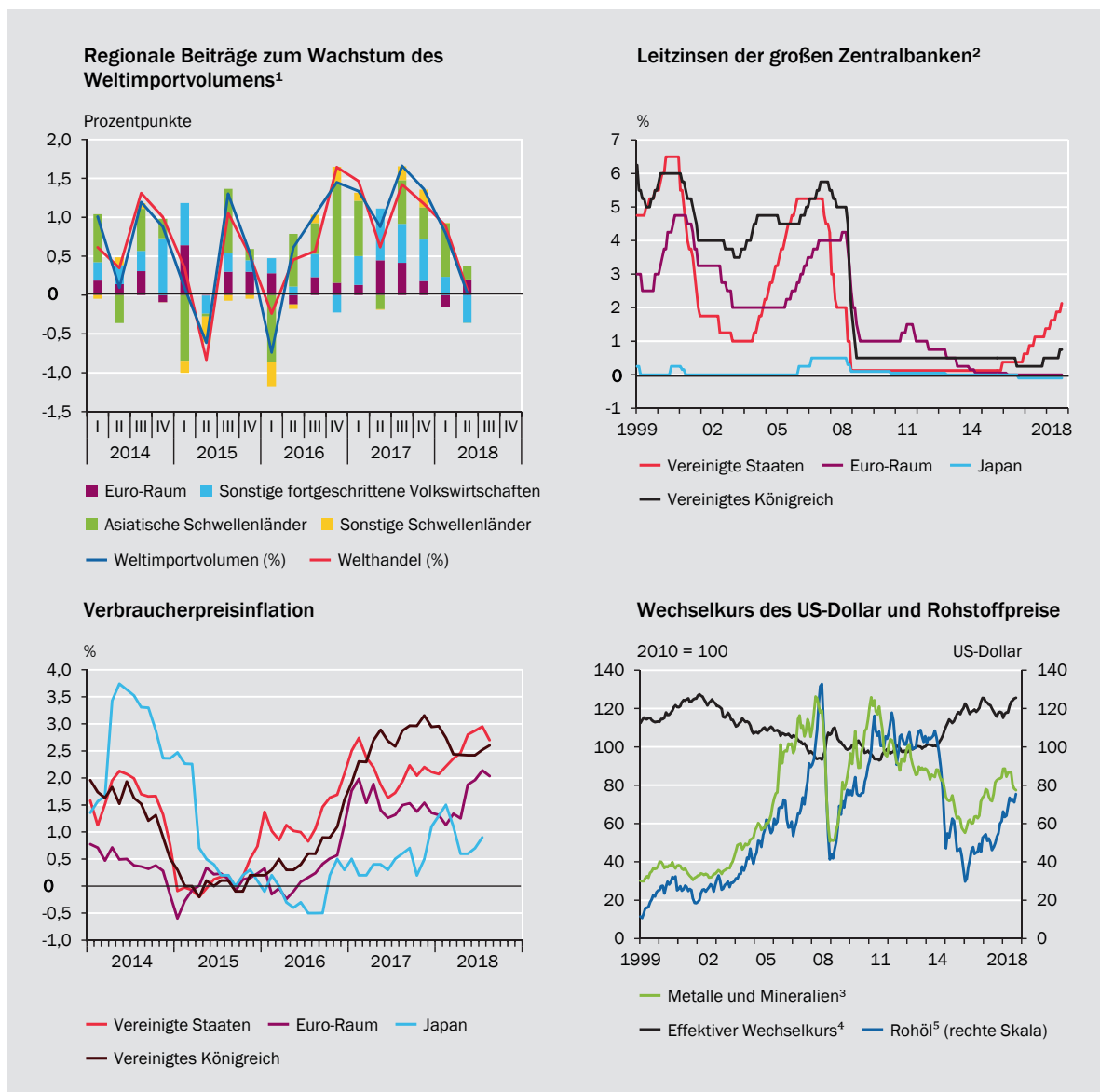


Daten zur Abbildung

ten der Weltwirtschaft derzeit vergleichsweise hoch. Nach Zahlen des IWF lag das jahresdurchschnittliche Wachstum der Weltwirtschaft, gewichtet mit Kaufkraftparitäten, im Jahr 2017 mit 3,7 % über dem langjährigen Durchschnitt von rund 3,5 % seit dem Jahr 1980.

**189.** Das **Wachstum des Welthandels** ist hingegen im zweiten Quartal 2018 vorerst zum Erliegen gekommen. [↘ ABBILDUNG 21 OBEN LINKS](#) Einerseits könnten hieran die Handelskonflikte ihren Anteil haben. [↘ ZIFFERN 8 FF.](#) Andererseits dürfte diese Entwicklung nach dem **kräftigen Wachstum im Jahr 2017** vor allem eine Gegenbewegung darstellen. Im Vorjahresvergleich war das Wachstum des Welthandelsvolumens mit 3,6 % noch immer vergleichsweise hoch.

[↘ ABBILDUNG 21](#)  
Indikatoren zur konjunkturellen Lage der Weltwirtschaft



1 – Veränderung zum Vorquartal, Quartalsdurchschnitte der saisonbereinigten Monatswerte. Daten und Länderabgrenzung des niederländischen Centraal Planbureau (CPB). 2 – Gemäß Statistiken der BIZ. Für Japan wird dort für drei Zeiträume kein Leitzins ausgewiesen, Werte hierfür auf Null gesetzt. 3 – Preisindizes der Weltbank auf Basis nominaler US-Dollar. 4 – Nominaler effektiver Wechselkurs (broad index, BIZ). 5 – Daten der Weltbank. Durchschnitt über die Sorten Brent, Dubai und WTI.

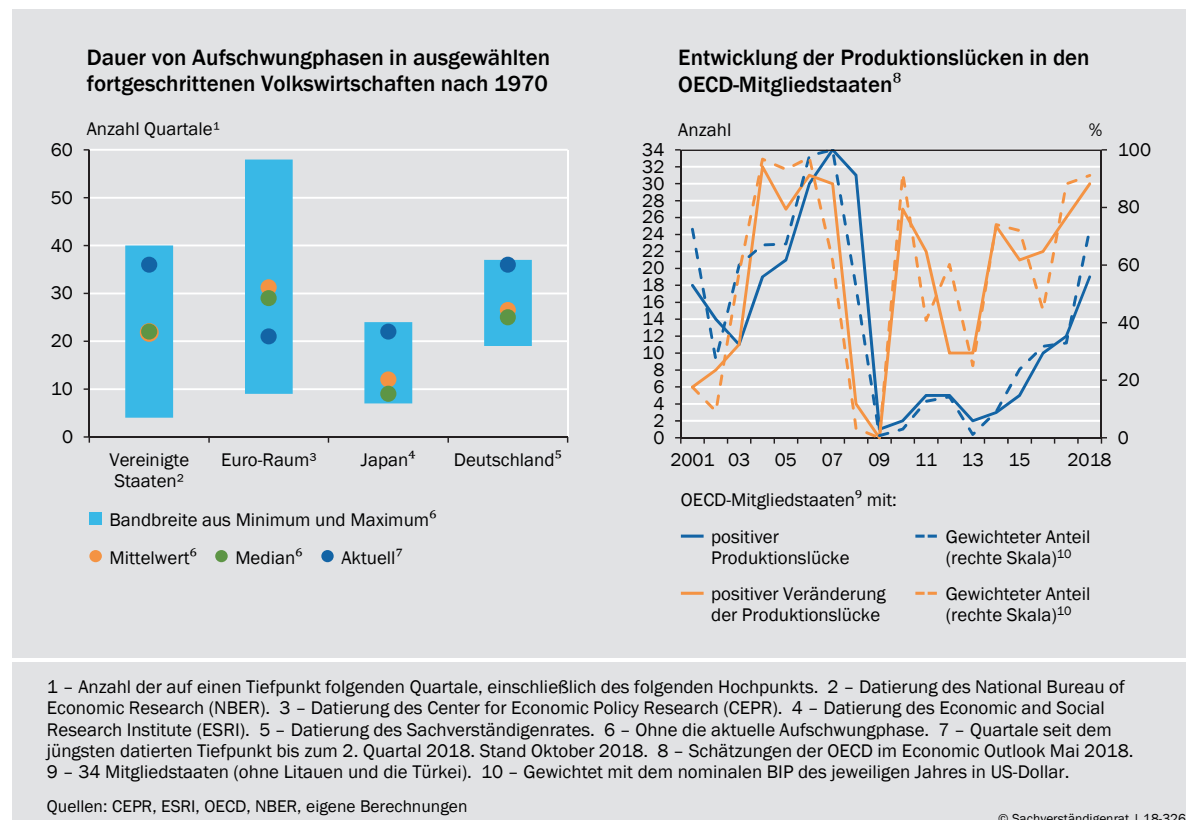
Quellen: BIZ, CPB, Weltbank, eigene Berechnungen

## Aufschwung der Weltwirtschaft hält noch an

190. Der globale Aufschwung nach der Finanzkrise geht inzwischen in das neunte Jahr. In vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften hält der **Aufschwung** damit schon **vergleichsweise lange** an. [ABBILDUNG 22 LINKS](#) Angesichts des etwas schwächeren Wachstums im Winter 2017/2018, zunehmender Risiken sowie gesunkener Stimmungsindikatoren stellt sich die Frage, ob der Aufschwung der Weltwirtschaft bereits seinen Zenit überschritten hat und welche **Faktoren** möglicherweise zu einem **Konjunkturabschwung** führen könnten. Wenngleich der Beginn eines Abschwungs in Echtzeit sehr schwer zu erkennen ist (IWF, 2018a) [KASTEN 3 SEITE 147](#), kann die Bedeutung möglicher Faktoren, die ein Ende des Aufschwungs herbeiführen könnten, abgewogen werden.
191. Erste Anhaltspunkte liefern die geschätzte Position im Konjunkturzyklus und die gesamtwirtschaftliche Auslastung. Die **Produktionslücken** vieler fortgeschrittener Volkswirtschaften zeigen seit Längerem einen Aufwärtstrend und sind **vielerorts positiv**. [ABBILDUNG 22 RECHTS](#) Genauso wie die Länge der Aufschwunghasen an sich ist dies zwar noch kein Hinweis auf einen baldigen Abschwung. Die Produktionslücken legen aber nahe, dass der konjunkturelle Aufschwung in vielen Volkswirtschaften schon relativ weit fortgeschritten sein dürfte. In dieses Bild passt, dass die Lohndynamik inzwischen spürbar angezogen hat und die Inflationsraten ebenfalls zugenommen haben. [ABBILDUNG 21 UNTEN LINKS](#)
192. Weitere Hinweise für die Stabilität des globalen Aufschwungs lassen sich aus der **Heterogenität des Wachstums** über die Länder hinweg ableiten. Nachdem

[ABBILDUNG 22](#)

### Dauer von Aufschwunghasen und Entwicklung der Produktionslücken



Daten zur Abbildung



im Jahr 2017 in vielen Volkswirtschaften weltweit eine synchrone konjunkturelle Aufwärtsbewegung beobachtet werden konnte [↪ ABBILDUNG 20](#), stellt sich die Entwicklung inzwischen etwas heterogener dar. In den Vereinigten Staaten schreitet der Aufschwung nicht zuletzt aufgrund der fiskalpolitischen Impulse mit hohem Tempo voran. Demgegenüber hat sich die Dynamik in den übrigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften etwas abgeschwächt. In den Schwellenländern ist die Lage gemischt. Dem anhaltend hohen Wachstum in China und Indien steht eine sichtbar eingetrübte wirtschaftliche Lage in einzelnen kleineren Schwellenländern, insbesondere der Türkei und Argentinien, gegenüber. [↪ ZIFFERN 201 FF.](#)

- 193. Umfrageindikatoren** zur konjunkturellen Entwicklung wie der Einkaufsmanagerindex im Verarbeitenden Gewerbe spiegeln ebenfalls eine erhöhte Heterogenität zwischen der Entwicklung in den Vereinigten Staaten und den übrigen großen Volkswirtschaften wider. Im Euro-Raum, in China und Japan sind die Indikatoren seit den Hochständen Ende des Jahres 2017 **zurückgegangen**. Allerdings liegen sie weiterhin **auf einem hohen Niveau** und über dem ein Wachstum signalisierenden Schwellenwert.
- 194.** Die **Geldpolitik** ist weltweit nach wie vor **sehr expansiv** ausgerichtet. Die US-amerikanische Notenbank **Federal Reserve** (Fed) reagiert auf die fortgeschrittene konjunkturelle Erholung und die höheren Inflationsraten in den Vereinigten Staaten mit einem stetigen, aber graduellen Ausstieg aus den expansiven Maßnahmen. Die **Europäische Zentralbank** (EZB) hat zwar das Ende ihrer Nettoanleihekäufe angekündigt, gleichzeitig setzt sie jedoch ihre Negativzinspolitik fort. Die **Bank of Japan** (BoJ) hält ebenfalls an ihrer expansiven Geldpolitik fest. Die Leitzinserhöhungen der Fed gehen daher mit einer zunehmenden **Divergenz des Zinsniveaus** zwischen den großen Währungsräumen einher. [↪ ZIFFER 252](#)

Aufgrund der Größe der US-amerikanischen Volkswirtschaft und der Bedeutung des US-Dollar im internationalen Finanzsystem hat die **Geldpolitik der Fed** Auswirkungen auf andere Notenbanken. [↪ ZIFFER 378](#) In früheren Phasen, in denen die Fed die Zinsen erhöhte, folgten mit einigem Abstand ebenfalls Zinserhöhungen der EZB. [↪ ABBILDUNG 21 OBEN RECHTS](#)

- 195.** Im Basisszenario sind zunächst **keine kontraktiven Impulse** vonseiten der Geldpolitik zu erwarten. Jedoch bauen sich durch die bereits vorhandene Überauslastung Risiken bei der Verbraucherpreisinflation auf. Sollten sich diese materialisieren, könnten sich die Notenbanken zu einem schnelleren Zinsanstieg gezwungen sehen. Angesichts der **hohen privaten und öffentlichen Verschuldung** könnte ein schneller als erwarteter Zinsanstieg die Stabilität der Finanzsysteme und der Staatsfinanzen einiger Länder gefährden. Bereits die bisherigen Zinsanstiege und der starke Wechselkurs des US-Dollar tragen in vielen Schwellenländern zu restriktiveren finanziellen Bedingungen bei (IWF, 2018b).
- 196.** Ein wichtiger Einflussfaktor für die zukünftige Inflationsentwicklung ist der **Ölpreis**. Seit dem Jahr 2016 ist er deutlich angestiegen, mit einer spürbaren Beschleunigung ab Mitte des Jahres 2017. [↪ ABBILDUNG 21 UNTEN RECHTS](#) Zwar dürfte sich dies positiv auf rohstoffexportierende Schwellenländer auswirken. In den übrigen Volkswirtschaften reduziert der Anstieg des Ölpreises hingegen die

Kaufkraft der Konsumenten und verteuert die Produktion. Wenngleich die früheren Höchststände noch nicht wieder erreicht wurden, stellt der höhere Ölpreis gerade für von Ölimporten abhängige Schwellenländer, wie etwa Indien, eine Belastung dar.

197. Für die Auswirkungen auf das Wachstum spielt eine Rolle, worin die **Ursachen des Ölpreisanstiegs** liegen. Eine Zerlegung der Ölpreisentwicklung in Angebots- und Nachfrageschocks gibt darüber Aufschluss (JG 2015 Kasten 4). Laut Analyse von Wollmershäuser et al. (2018) trug bis Januar 2018, dem Ende des Analysezeitraums, vor allem eine **steigende Nachfrage** zum Ölpreisanstieg bei. Dies deutet darauf hin, dass aus Sicht der ölimportierenden Volkswirtschaften dem negativen Partialeffekt eines höheren Ölpreises positive Effekte einer weltweit guten konjunkturellen Entwicklung gegenüberstehen, die ihrerseits erst zum Anstieg des Ölpreises geführt haben. Sollte es allerdings aufgrund angebotsseitiger Schocks, etwa infolge politischer Konflikte und Sanktionen, zu einem weiteren Preisanstieg kommen, würde dies den konjunkturellen Aufschwung belasten.
198. Derzeit befinden sich die **Leitzinsen** immer noch **auf einem sehr niedrigen Niveau**. Im Fall eines konjunkturellen Abschwungs würden Zinssenkungen in einem vergleichbaren Ausmaß wie in den Abschwüngen der Jahre 2001 oder 2008 daher ein deutlich negatives Zinsniveau erfordern. Die Geldpolitik wäre somit aufgrund der effektiven Zinsuntergrenze wieder auf unkonventionelle Maßnahmen angewiesen. Dabei weisen viele Notenbanken bereits jetzt sehr **hohe Bilanzsummen** auf. [↘ ZIFFERN 368 FF](#). Es stellt sich die Frage, ob eine weitere Ausweitung nicht an institutionelle und politische Grenzen, insbesondere im Euro-Raum, stoßen könnte.
199. Die **Fiskalpolitik** ist vielerorts ebenfalls expansiv und verstärkt das Wachstum. Dies dürfte im Prognosezeitraum noch anhalten. Problematisch ist dabei zum einen, dass die Fiskalpolitik aufgrund der guten konjunkturellen Lage prozyklisch wirkt. Zum anderen könnte sich in Zukunft negativ auswirken, dass der lange Aufschwung nicht in ausreichendem Maße zur Konsolidierung genutzt wurde. Die **hohe öffentliche Verschuldung** dürfte die Spielräume für fiskalpolitische Reaktionen im Fall eines Abschwungs einschränken (JG 2017 Ziffern 520 ff.). Dies gilt nicht zuletzt für viele Mitgliedstaaten im Euro-Raum. [↘ ZIFFER 254](#)
200. Insgesamt sind die makroökonomischen Voraussetzungen für eine **Fortsetzung des Aufschwungs** weiterhin gegeben. Allerdings ist in verschiedenen Volkswirtschaften mit einer Annäherung an das niedrigere Potenzialwachstum zu rechnen. Insbesondere politische Risiken könnten ein Ende des Aufschwungs herbeiführen. [↘ ZIFFERN 207 FF](#).

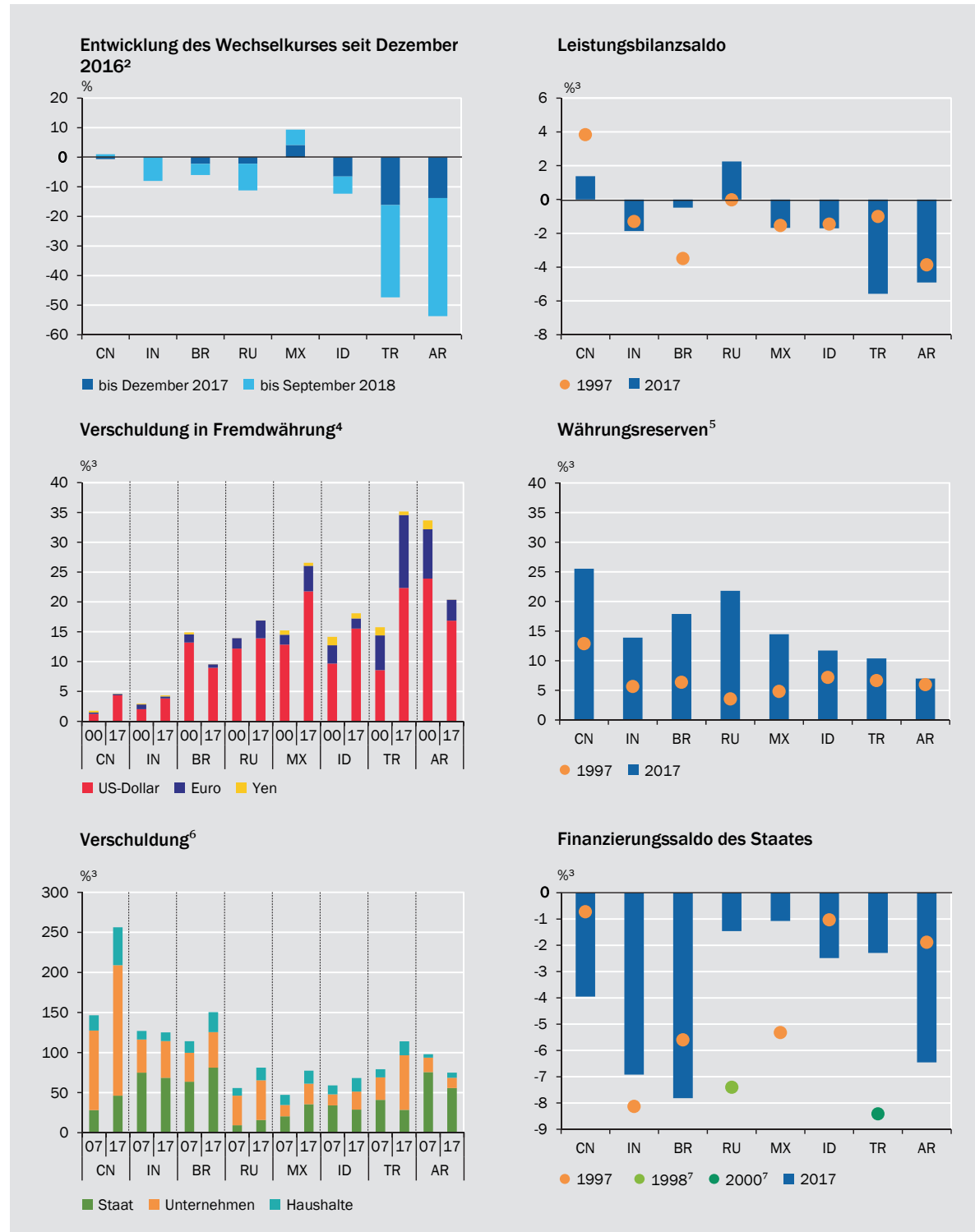
### Wirtschaftliche Stabilität der Schwellenländer

201. In den vergangenen Monaten sind die Zweifel an der wirtschaftlichen Stabilität einiger Schwellenländer gewachsen. Nicht zuletzt in China sind die Risiken gestiegen. [↘ ZIFFERN 228 F](#). Der Argentinische Peso und die Türkische Lira haben deutlich abgewertet. [↘ ABBILDUNG 23 OBEN LINKS](#) Neben politischen Unsicherheiten in

einzelnen Staaten gibt insbesondere die **hohe Verschuldung** in einigen Schwellenländern Anlass zur Sorge. [↘ ABBILDUNG 23 UNTEN LINKS](#) Gerade im Hinblick auf die Aufwertung des US-Dollar und die Zinserhöhungen durch die US-ameri-

↘ ABBILDUNG 23

Indikatoren zur makroökonomischen Entwicklung ausgewählter Schwellenländer<sup>1</sup>



1 – CN-China, IN-Indien, BR-Brasilien, RU-Russland, MX-Mexiko, ID-Indonesien, TR-Türkei, AR-Argentinien. 2 – Relative Veränderung des nominalen effektiven Wechselkurses gegenüber 61 Ländern gemäß Zahlen der BIZ. 3 – In % des nominalen BIP. 4 – Gemäß Global liquidity indicators der BIZ. Kredite in Fremdwährung an Nichtbankschuldner. 5 – Ohne Gold. 6 – Kredite an den nichtfinanziellen Sektor. 7 – Aufgrund fehlender Werte für 1997 abweichende Jahre für RU und TR.

Quellen: BIZ, IWF, eigene Berechnungen



kanische Notenbank spielt die **Verschuldung in US-Dollar** eine besondere Rolle. [↘ ABBILDUNG 23 MITTE LINKS](#) Bei Ländern mit hohen Leistungsbilanzdefiziten, die gleichzeitig hohe Defizite der öffentlichen Haushalte aufweisen [↘ ABBILDUNG 23 UNTEN RECHTS](#), besteht das Risiko eines starken Anpassungsbedarfs, falls es zu einem abrupten Rückgang der Kapitalzuflüsse kommt.

202. Kennzahlen, die sich in früheren Krisen als relevante Indikatoren für eine ökonomische Anfälligkeit erwiesen haben (JG 2013 Kasten 2), dokumentieren erhebliche **Unterschiede zwischen den Schwellenländern**. So weisen Argentinien und die Türkei im Vergleich zu den anderen größeren Schwellenländern relativ **hohe Leistungsbilanzdefizite** auf. [↘ ABBILDUNG 23 OBEN RECHTS](#) Zudem werteten die nationalen Währungen dieser beiden Volkswirtschaften bereits im Jahr 2017 deutlich ab. [↘ ABBILDUNG 23 OBEN LINKS](#) Gleichzeitig waren die **Inflationsraten** in beiden Ländern besonders hoch. Somit gibt es Gründe, warum gerade die Türkei und Argentinien besonders in den Fokus geraten sind. Insbesondere in der Türkei sind die Probleme zu einem guten Teil hausgemacht, und die Geld- und Fiskalpolitik sind nicht hinreichend stabilisierend ausgerichtet. Argentinien hat immerhin bereits ein IWF-Programm vereinbart und muss die damit verbundenen Bedingungen für die Wirtschaftspolitik erfüllen.
203. Außerdem stellt sich die Frage, inwieweit die Gruppe der Schwellenländer insgesamt auf externe und interne ökonomische Schocks vorbereitet ist. Einige Faktoren, wie etwa **vergleichsweise hohe Devisenreserven** in vielen der großen Schwellenländer deuten auf ein gewisses Absorptionspotenzial für Schocks hin. [↘ ABBILDUNG 23 MITTE RECHTS](#) Die Reserven tragen dazu bei, dass die externe finanzielle Anfälligkeit der Schwellenländer insgesamt im Vergleich zur Zeit der Asienkrise der Jahre 1997 und 1998 geringer erscheint (IWF, 2018b). Es zeigt sich zudem, dass die Anleger bislang **zwischen den Volkswirtschaften differenzieren**. Die besonders in den Fokus geratenen Länder zeichnen sich durch ein vergleichsweise hohes Verhältnis von externer Verschuldung zu Devisenreserven aus.
204. Das Beispiel der Türkei verdeutlicht die Konsequenzen einer fehlgeleiteten Wirtschaftspolitik, die das Vertrauen in die nationale Währung verspielt. Dies ist besonders problematisch, wenn der Privatsektor in hohem Maß in fremder Währung verschuldet ist. Die Forderung der Regierung, in dieser Situation die Zinsen zu senken, verschärfte die Krise. Die fortgesetzte Abwertung verstärkt die Inflation und schwächt damit das Vertrauen in die Fähigkeit der Notenbank, den Preisanstieg unter Kontrolle zu halten, weiter. Die **starke Abwertung stellt ein Risiko für die Bilanzen** der in Fremdwährung verschuldeten Unternehmen und für das Bankensystem dar.
205. Zusammengenommen üben derzeit zahlreiche Faktoren **Druck auf die wirtschaftliche und finanzielle Stabilität** der Schwellenländer aus. Hierzu zählen insbesondere das steigende Zinsniveau in den Vereinigten Staaten sowie der starke Wechselkurs des US-Dollar. Diese machen die Kapitalanlage in den Schwellenländern im Vergleich weniger attraktiv und erschweren den Schuldendienst. Bei ölimportierenden Ländern kommt der höhere Rohölpreis als zusätzliche Herausforderung hinzu. Der Handelskonflikt mit den Vereinigten Staaten

ist ein weiterer Faktor, der die Schwellenländer belastet. Dabei sind die Auswirkungen nicht nur auf China beschränkt. Ebenso wie bei den Entwicklungen in der Türkei und Argentinien gibt es gewisse Ausstrahlungseffekte auf die Devisen- und Aktienmärkte anderer Schwellenländer (BIZ, 2018).

206. Sollte es in größerem Ausmaß zu Zahlungsausfällen von privaten oder öffentlichen Schuldern in den Schwellenländern kommen, würden die **Gläubiger in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften** Verluste erleiden. Dies wäre neben den direkten und indirekten Handelseffekten ein weiterer Kanal, durch den die fortgeschrittenen Volkswirtschaften von den Entwicklungen in den Schwellenländern betroffen wären.

## 2. Chancen und Risiken

207. Im Verhältnis von Chancen und Risiken scheinen die **Risiken die Oberhand** zu haben. Während die meisten dieser Risiken für sich genommen von überschaubarer Bedeutung für die Weltwirtschaft sein dürften, könnte ein gleichzeitiges Eintreten mehrerer dieser Risiken die positive konjunkturelle Dynamik spürbar erschüttern und so einen Abschwung einleiten. Zu den Risiken zählt, neben geopolitischen Krisen, der anhaltenden politischen Unsicherheit, der wirtschaftlichen Instabilität einiger Schwellenländer und Verwerfungen an den internationalen Finanzmärkten, insbesondere eine Verschärfung der internationalen Handelskonflikte.
208. Die bereits realisierten und die drohenden weiteren **Zollerhöhungen** dürften mit negativen Auswirkungen auf die wirtschaftliche Entwicklung verbunden sein. Nicht zuletzt würden international stark verflochtene Wertschöpfungsketten davon beeinträchtigt. Eine mögliche weitere **Eskalation der Handelskonflikte** birgt deshalb erhebliche Risiken für die weitere Wachstumsdynamik der Weltwirtschaft. Insbesondere das Wachstum von Exporten und Investitionen könnte merklich gedämpft werden. Nicht zuletzt könnten vom Handelsstreit negative Rückwirkungen auf die **Stabilität** des kreditfinanzierten Wachstums **der chinesischen Volkswirtschaft** ausgehen.
209. Die Entwicklung in einigen Schwellenländern verdeutlicht das Risiko, dass es kurzfristig zu starken Reaktionen an den internationalen Finanzmärkten kommen kann. Ein unerwartetes, weitreichendes Übergreifen der beobachteten Instabilitäten auf weitere Länder bildet ein Risiko für die Entwicklung der Weltwirtschaft und die **Stabilität der internationalen Finanzmärkte**.
210. Ein zusätzliches Risiko stellt ein **unerwartet starker Anstieg der Inflation** dar. So könnte der Ölpreis etwa infolge geopolitischer Spannungen, anders als in der Prognose unterstellt, weiter steigen. Deutlich höhere Inflationsraten könnten die Zentralbanken zu einer schnelleren Erhöhung der Zinsen veranlassen, was wiederum zu restriktiveren Finanzierungsbedingungen und plötzlichen Anpassungen der Vermögenspreise führen könnte. Insbesondere dort, wo der Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik bislang nur unzureichend vorbereitet wurde, könnte ein solcher unvorhergesehener Zinsanstieg zu Verwerfungen führen. Zu-

gleich würde eine höhere Inflation die realen Einkommen der Haushalte mindern und mittelbar das Konsumwachstum bremsen.

211. Den Risiken für die Weltwirtschaft stehen **Chancen für ein stärkeres Wachstum** gegenüber. Insbesondere könnte die Wirtschafts- und Finanzpolitik in den Vereinigten Staaten die gesamtwirtschaftlichen **Kapazitäten stärker** ausweiten, als in der Prognose angenommen. Die Erwerbsbeteiligung könnte weiter steigen, die Investitionen könnten kräftiger zunehmen, und die Produktivität könnte stärker wachsen als erwartet. Generell ist es möglich, dass die Produktionskapazitäten weltweit zu gering eingeschätzt werden. In diesem Fall wäre ein stärkeres Wachstum ohne größeren Lohn- und Preisdruck möglich.

Gleichzeitig könnten unvorhergesehene **Lösungen der Handelskonflikte**, die zu einem Abbau von Handelsbeschränkungen führen, positive Impulse setzen. Des Weiteren ist denkbar, dass Konsumenten und Investoren von der politischen Unsicherheit **weniger beeindruckt** sind, als manche Marktbeobachter annehmen.

212. In **Europa** stellt vor allem die Ausgestaltung der Beziehungen zwischen der EU und dem Vereinigten Königreich ein weiteres Risiko dar. Angesichts mangelnder Fortschritte bei den **Brexit**-Verhandlungen erscheint ein ungeordneter Austritt des Vereinigten Königreichs im Frühjahr 2019 möglich. Bei einem ungeordneten Brexit dürften die Auswirkungen auf die Volkswirtschaft des Vereinigten Königreichs erheblich sein. Die verbleibenden EU-Mitgliedstaaten würden ebenfalls in Mitleidenschaft gezogen, wenngleich in geringerem Ausmaß. Sollten die Akteure an den Finanzmärkten nicht ausreichend vorbereitet sein, bestünde zudem das Risiko, dass es dort zu Verwerfungen käme, die wiederum mit negativen Auswirkungen auf die Realwirtschaft verbunden sein könnten. ↘ [KASTEN 14 SEITE 274](#)

213. Die wirtschaftliche Entwicklung im **Euro-Raum** könnte von erhöhter politischer Unsicherheit beeinträchtigt werden, was sich negativ auf die Konsum- und Investitionsentscheidungen von Haushalten und Unternehmen auswirken dürfte. Ein wesentliches Risiko stellt dabei die **Entwicklung in Italien** dar. Die Kombination aus politischer Unsicherheit, hohem öffentlichen Schuldenstand und geringem Wachstum könnte die **Risikoprämien** für italienische Staatsanleihen noch stärker ansteigen lassen als bisher, insbesondere im Zuge einer geldpolitischen Normalisierung. Gleichzeitig beschädigt eine offene Nichtbeachtung der gemeinsamen fiskalischen Regeln durch nationale Regierungen die Glaubwürdigkeit der Euro-Architektur und ruft **Zweifel an der Schulden-tragfähigkeit** hervor. Die hohe öffentliche Verschuldung in vielen Mitgliedstaaten könnte außerdem die Reaktion der Fiskalpolitik auf konjunkturell schlechtere Phasen zukünftig einschränken (JG 2017 Ziffern 520 ff.).

### 3. Ausblick

214. Für die Prognose wird im Basisszenario unterstellt, dass die vorhandenen Risiken überwiegend nicht eintreten und größere Verwerfungen ausbleiben. Unter dieser Annahme dürfte sich der Aufschwung in den meisten **fortgeschrittenen Volkswirtschaften** fortsetzen. Die Entwicklung erscheint dabei jedoch etwas weniger synchron als im Vorjahr. So dürfte sich das Wachstumstempo im Jahr 2018 in den meisten betrachteten Volkswirtschaften wieder etwas verlangsamen. [TABELLE 1](#) Hingegen ist in den **Vereinigten Staaten** im laufenden Jahr

↘ TABELLE 1

#### Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise ausgewählter Länder

Land/Ländergruppe	Gewicht in % <sup>1</sup>	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise		
		Veränderung zum Vorjahr in %					
		2017	2018 <sup>2</sup>	2019 <sup>2</sup>	2017	2018 <sup>2</sup>	2019 <sup>2</sup>
<b>Europa</b>	<b>29,4</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>3,2</b>
Euro-Raum	17,9	2,4	2,0	1,7	1,5	1,8	1,9
Vereinigtes Königreich	3,7	1,7	1,3	1,4	2,7	2,5	2,3
Russland	2,2	1,5	2,0	1,8	3,7	2,9	5,3
Mittel- und Osteuropa <sup>3</sup>	1,7	4,8	4,1	3,5	1,7	2,2	2,6
Türkei	1,2	7,4	4,0	1,4	11,1	16,6	25,6
Andere Länder <sup>4</sup>	2,7	2,1	2,3	2,2	1,3	1,7	1,6
<b>Amerika</b>	<b>36,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>2,4</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>
Vereinigte Staaten	27,5	2,2	2,9	2,6	2,1	2,5	2,0
Lateinamerika <sup>5</sup>	3,4	2,3	1,3	1,3	10,3	11,7	13,7
Brasilien	2,9	1,0	1,0	1,8	3,4	3,8	5,1
Kanada	2,3	3,0	2,1	2,1	1,6	2,4	2,2
<b>Asien</b>	<b>34,5</b>	<b>5,2</b>	<b>5,0</b>	<b>4,8</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>
China	17,0	6,8	6,6	6,2	1,6	2,0	1,9
Japan	6,9	1,7	1,1	1,1	0,5	1,0	1,5
Asiatische Industrieländer <sup>6</sup>	3,9	3,2	2,8	2,6	1,5	1,6	1,7
Indien	3,7	6,3	7,8	7,4	3,3	4,2	4,7
Südostasiatische Schwellenländer <sup>7</sup>	3,0	5,2	5,1	4,9	3,0	2,8	3,4
<b>Insgesamt</b>	<b>100</b>	<b>3,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>
Fortgeschrittene Volkswirtschaften <sup>8</sup>	66,7	2,4	2,4	2,1	1,7	2,1	1,9
Schwellenländer <sup>9</sup>	33,3	5,3	5,1	4,9	3,4	4,0	4,9
nachrichtlich:							
exportgewichtet <sup>10</sup>	100	3,1	2,9	2,5	.	.	.
nach dem Messkonzept des IWF <sup>11</sup>	100	3,7	3,8	3,8	.	.	.
Welthandel <sup>12</sup>		4,7	3,7	2,9	.	.	.

1 – Anteil des nominalen BIP des Jahres 2017 in US-Dollar der aufgeführten Länder oder Ländergruppen am nominalen BIP aller aufgeführten Länder beziehungsweise Ländergruppen. 2 – Prognose des Sachverständigenrates. 3 – Bulgarien, Kroatien, Polen, Rumänien, Tschechische Republik und Ungarn. 4 – Dänemark, Norwegen, Schweden und Schweiz. 5 – Argentinien, Chile, Kolumbien und Mexiko. 6 – Hongkong, Republik Korea, Singapur und Taiwan. 7 – Indonesien, Malaysia, Philippinen und Thailand. 8 – Asiatische Industrieländer, Euro-Raum, Mittel- und Osteuropa, Dänemark, Japan, Kanada, Norwegen, Schweden, Schweiz, Vereinigtes Königreich und Vereinigte Staaten. 9 – Lateinamerika, südostasiatische Schwellenländer, Brasilien, China, Indien, Russland und Türkei. 10 – Summe der aufgeführten Länder, gewichtet mit den Anteilen an der deutschen Ausfuhr im Jahr 2017. 11 – Gewichte nach Kaufkraftparitäten und hochgerechnet auf den Länderkreis des IWF. 12 – Nach dem Messkonzept des niederländischen Centraal Planbureau (CPB).

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

© Sachverständigenrat | 18-198

#### Daten zur Tabelle

mit einer höheren Zuwachsrate des BIP zu rechnen als im Vorjahr. Hieran dürften die Steuerreform und weitere fiskalpolitische Impulse einen spürbaren Anteil haben. [↘ ZIFFERN 218 FF.](#)

Für **Japan** ist damit zu rechnen, dass die Wachstumsraten nach dem für japanische Verhältnisse außergewöhnlich starken BIP-Anstieg im Jahr 2017 im Prognosezeitraum wieder zurückgehen. [↘ ZIFFERN 232 FF.](#) Ähnliches gilt für den **Euro-Raum**, wo sich insbesondere in den großen Mitgliedstaaten das Wachstumstempo im Vergleich zum kräftigen Wachstum im Jahr 2017 wieder etwas abschwächen dürfte. [↘ ZIFFERN 244 FF.](#) Im **Vereinigten Königreich** wird das Wirtschaftswachstum vor dem Hintergrund des Brexit-Prozesses voraussichtlich weiter relativ verhalten bleiben. [↘ ZIFFERN 237 FF.](#)

215. Für die Gruppe der **Schwellenländer** insgesamt zeichnet sich eine fortgesetzte Phase hoher Wachstumsraten ab. Dies liegt insbesondere an den großen Volkswirtschaften. Der Handelskonflikt dürfte dazu beitragen, dass sich das Wachstum in **China** im Prognosezeitraum verlangsamt. Gleichzeitig dürften Maßnahmen der Regierung aber dazu beitragen, dass es vorerst weitgehend seinem Planziel entspricht. [↘ ZIFFERN 227 FF.](#) Für **Indien** zeichnet sich ein spürbarer Anstieg der jahresdurchschnittlichen Wachstumsrate ab, und in Russland dürfte die Entwicklung des Ölpreises das Wachstum stützen. Im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums dürften die Wachstumsraten in den Schwellenländern wie in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften etwas zurückgehen.
216. Der Sachverständigenrat erwartet für das Jahr 2018 einen **Zuwachs der weltweiten Wirtschaftsleistung** von 3,3 %. Im Jahr 2019 dürfte die Wachstumsrate dann auf 3,0 % zurückgehen. Im Einklang mit dieser Prognose erwartet der Sachverständigenrat für die Jahre 2018 und 2019 **Zuwachsraten des Welthandelsvolumens** nach dem Messkonzept des niederländischen Central Planbureau (CPB) von 3,7 % beziehungsweise 2,9 %. Das starke Handelswachstum des Jahres 2017 wird somit im Prognosezeitraum voraussichtlich nicht wieder erreicht. Sollten die Handelskonflikte weiter eskalieren, dürfte das Handelswachstum sogar deutlich geringer ausfallen.
217. Bei den Verbraucherpreisen ist für die weit überwiegende Mehrzahl der Volkswirtschaften ein **Anstieg der Inflationsraten** im Jahr 2018 zu erwarten. Hieran hat der **gestiegene Ölpreis** einen großen Anteil. Kommt es, wie von den Preisen für Rohöl-Terminkontrakte derzeit angezeigt, im weiteren Verlauf zu einem leichten Rückgang des Rohölpreises, läuft dieser Effekt im Prognosezeitraum aus. Die **steigende Auslastung** der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten in vielen Volkswirtschaften dürfte hingegen zu kräftigeren Lohn- und Preisanstiegen beitragen.

## II. KONJUNKTUR AUSSERHALB DES EURO-RAUMS

### 1. Vereinigte Staaten: Aufschwung schreitet weiter fort

218. Der konjunkturelle **Aufschwung** in den Vereinigten Staaten hat sich im bisherigen Jahresverlauf **fortgesetzt**. ↘ [ABBILDUNG 24 OBEN LINKS](#) Insbesondere der deutlich stärkere Anstieg des BIP im zweiten Quartal trug dazu bei, dass das relativ hohe Wachstumstempo des Vorjahres gehalten wurde. Im ersten Halbjahr 2018 lag die annualisierte Zuwachsrate des BIP gegenüber dem zweiten Halbjahr des Vorjahres bei 2,7 %. Dies entspricht dem in der zweiten Jahreshälfte 2017 erreichten Wert. Im dritten Quartal wuchs die Wirtschaftsleistung mit annualisiert 3,5 % erneut kräftig. Die im Sommer 2009 begonnene Expansionsphase ist inzwischen die **zweitlängste Expansionsphase** der vergangenen 160 Jahre (NBER, 2018). Nur der Aufschwung in den 1990er-Jahren dauerte länger an.
219. Von den Verwendungskomponenten des BIP lieferte im ersten Halbjahr 2018 erneut der private **Konsum** große Wachstumsbeiträge. Ebenso wuchsen die Bruttoanlageinvestitionen kräftig. Dabei trugen vor allem die **Investitionen** in geistiges Eigentum, wie etwa Software oder Forschung und Entwicklung, sowie die Investitionen in Produktionsbohrungen für die Öl- und Gasindustrie kräftig zum Wachstum bei. Die Investitionen in Wohnbauten gingen hingegen zurück. Im zweiten Quartal stiegen die **Exporte** stark an, und die Nettoexporte lieferten einen annualisierten Wachstumsbeitrag von 1,2 Prozentpunkten. Dem stand ein negativer Wachstumsbeitrag der Vorratsveränderungen von 1,2 Prozentpunkten entgegen. Dies könnte auf Vorzieheffekte im Zuge der Handelskonflikte hindeuten. Im dritten Quartal gingen die Exporte wieder etwas zurück.
220. Die **Zollerhöhungen** durch die Regierung der Vereinigten Staaten und die Vergeltungsmaßnahmen der betroffenen Staaten, insbesondere diejenigen Chinas, dürften sich negativ auf die weitere wirtschaftliche Entwicklung auswirken (IWF, 2018a). ↘ [ZIFFERN 8 FF.](#) Neben direkten Effekten, nicht zuletzt über international integrierte Produktionsketten, dürfte dabei eine **erhöhte Unsicherheit** darüber eine Rolle spielen, wie sich die Handelskonflikte mit China und der EU entwickeln werden.

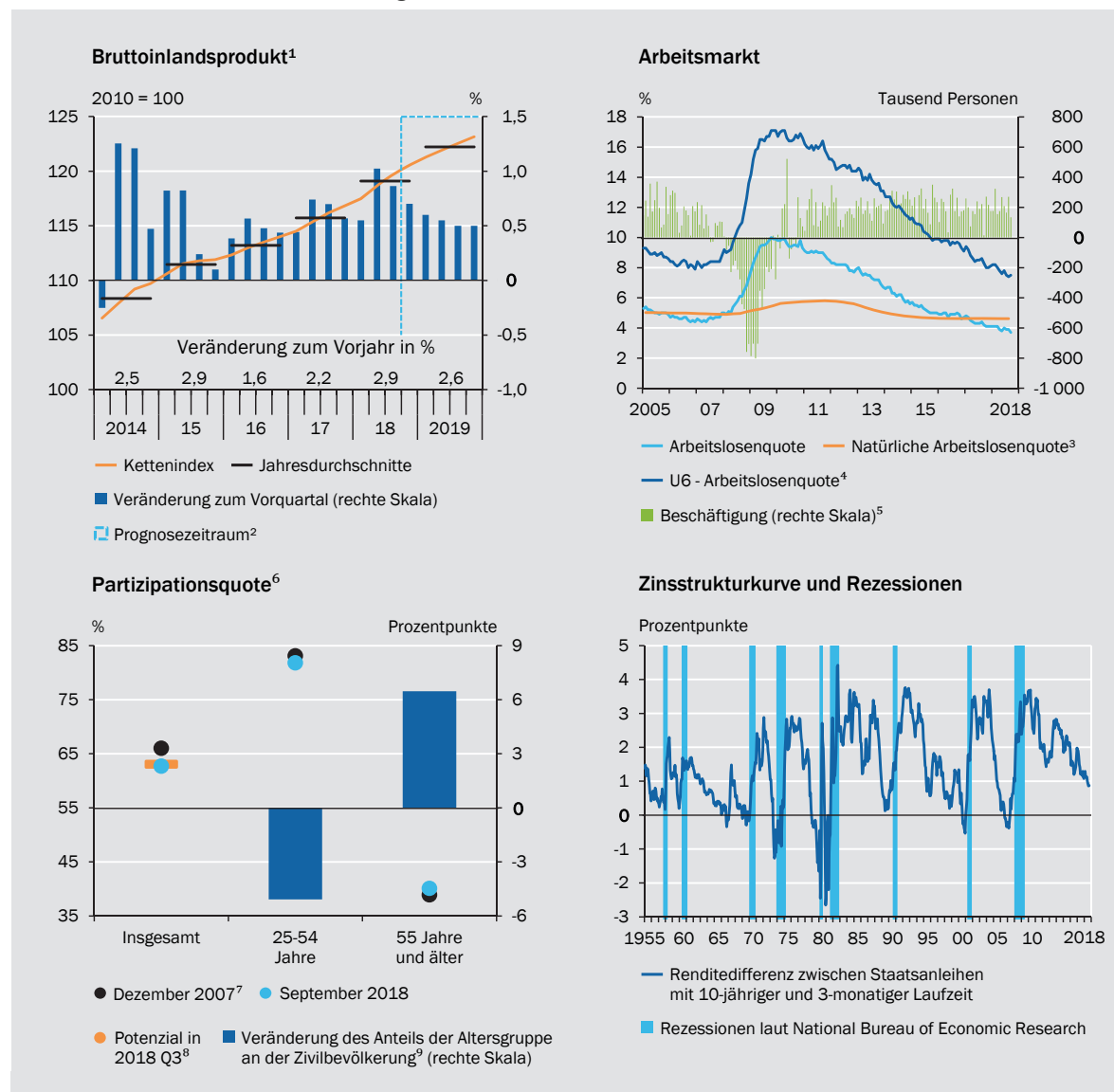
Zudem besteht weiterhin eine gewisse Unsicherheit über die zukünftigen Handelsbeziehungen mit den Nachbarstaaten Kanada und Mexiko. Zwar einigten sich die drei Regierungen Ende September 2018 auf ein Nachfolgeabkommen für das nordamerikanische Freihandelsabkommen **NAFTA**, das United States - Mexico - Canada - Agreement (**USMCA**). Mit dieser Einigung ist die Unsicherheit aber noch nicht vollständig beseitigt. So steht zum einen die Ratifizierung dieses Abkommens noch aus, zum anderen sind die Auswirkungen der Änderungen, trotz ihres gemessen an den Ankündigungen vergleichsweise überschaubaren Umfangs, noch schwer abzuschätzen. Zudem bleiben die seit Juni 2018 erhobenen Zusatzzölle weiterhin in Kraft.



221. In diesem Jahr treibt eine sehr expansive **Fiskalpolitik** das Wachstum der US-amerikanischen Wirtschaft an. So lieferten die Staatsausgaben seit dem vierten Quartal 2017 wieder spürbare positive Wachstumsbeiträge. Vor allem wurde aber durch die **Steuerreform** (Tax Cuts and Jobs Act) zum Jahresbeginn 2018 die steuerliche Belastung für Einkommen und Unternehmensgewinne deutlich gesenkt. ↘ ZIFFERN 561 FF. Hiervon dürften **positive Wachstumseffekte** für die Volkswirtschaft ausgehen. ↘ ZIFFERN 575 FF. Allerdings tragen die durch die Reform verursachten Einnahmeausfälle dazu bei, dass sich das **staatliche Finanzierungsdefizit** trotz der guten konjunkturellen Lage wieder deutlich ausweitert und die **hohe öffentliche Verschuldung** noch stärker ansteigt. Im Jahr 2017 lag die gesamtstaatliche Schuldenquote bereits bei 105,2 % des nominalen BIP.

↘ ABBILDUNG 24

Wirtschaftsindikatoren für die Vereinigten Staaten



1 – Saison- und kalenderbereinigt. 2 – Prognose des Sachverständigenrates. 3 – Quartalswerte, Schätzung des CBO. 4 – Arbeitslose zuzüglich Personen, die theoretisch dem Arbeitsmarkt zur Verfügung stehen, und Teilzeitbeschäftigten, die eine Vollzeitstelle suchen, in Relation zu den zivilen Erwerbspersonen zuzüglich den Personen, die theoretisch dem Arbeitsmarkt zur Verfügung stehen. 5 – Veränderung zum Vormonat. 6 – Saisonbereinigte Daten. 7 – Dezember 2007 ist der jüngste vom NBER datierte konjunkturelle Hochpunkt. 8 – Schätzung des CBO. 9 – Civilian noninstitutional population. Veränderung von Dezember 2007 bis September 2018.

Quellen: BEA, BLS, CBO (2018), Fed, NBER, eigene Berechnungen

222. Der fortgesetzte Aufschwung spiegelt sich am Arbeitsmarkt wider. So ging die **Arbeitslosenquote** auf **unter 4 %** zurück und lag im September 2018 bei nur noch 3,7 %. [↘ ABBILDUNG 24 OBEN RECHTS](#) Ein so niedriges Niveau wurde zuletzt im Jahr 1969 erreicht. Die Unterbeschäftigung, gemessen an der U6-Arbeitslosenquote, die unter anderem unfreiwillig Teilzeitbeschäftigte umfasst, ist ebenfalls weiter zurückgegangen und liegt mit 7,5 % im September unter dem Vorkrisenniveau des Jahres 2007. Die **Beschäftigung wächst** im bisherigen Jahresverlauf mit einem ähnlich hohen Tempo wie in den vergangenen Jahren.

Einige Indikatoren deuten auf eine **steigende Auslastung** der Kapazitäten **am Arbeitsmarkt** hin. So liegt die Arbeitslosenquote bereits fast einen Prozentpunkt unter der vom CBO (2018) geschätzten natürlichen Arbeitslosenquote von 4,6 %. [↘ ABBILDUNG 24 OBEN RECHTS](#) Gleichzeitig liegt die Partizipationsquote mit fast 63 % in etwa bei ihrem geschätzten Potenzialwert. Im Vergleich zum Jahr 2007 ist die Arbeitsmarktpartizipation um gut 3 Prozentpunkte zurückgegangen. [↘ ABBILDUNG 24 UNTEN LINKS](#) Die vergleichsweise stabile Entwicklung der altersspezifischen Quoten deutet darauf hin, dass dies in erheblichem Maße auf Kompositionseffekte aufgrund der Alterung der Bevölkerung zurückzuführen ist (IWF, 2018c). So stieg der Anteil der Bevölkerung im Alter von 55 Jahren und älter seit Dezember 2007 um mehr als 6 Prozentpunkte an. Diese Altersgruppe weist jedoch mit etwa 40 % eine relativ geringe Partizipationsquote auf.

223. Angesichts der höheren Auslastung am Arbeitsmarkt hat sich der Anstieg des Lohnwachstums fortgesetzt. Die durchschnittlichen Stundenverdienste lagen im zweiten Quartal 2018 im Vorjahresvergleich um 2,7 % höher. Die **Inflationsrate** ist seit Jahresbeginn ebenfalls **angestiegen**. Für den Verbraucherpreisindex (CPI) erreichte sie im Juli 2018 einen Wert von 2,9 %. Danach ging sie jedoch wieder zurück und lag im September noch bei 2,3 %. Für den von der Fed besonders beachteten Preisindex für private Konsumausgaben (PCE), der konstruktionsbedingt die Substitution zwischen den Konsumgütern stärker reflektiert, liegt sie seit März 2018 über 2 % und betrug im August 2,2 %. Die Inflationsraten des entsprechenden Index ohne Energie und Nahrungsmittel liegen seit März um 2 %.

Die **Fed reagierte** auf die positive konjunkturelle Entwicklung und den beschleunigten Preisanstieg **mit Erhöhungen des Zielkorridors** für die Federal Funds Rate um jeweils 0,25 Prozentpunkte im Dezember 2017 sowie im März, im Juni und im September 2018. Damit liegt dieser nun bei 2 % bis 2,25 %.

224. Angesichts möglicher Finanzstabilitätsrisiken, insbesondere durch erhöhte Bewertungen von Vermögenswerten und eine lockere Kreditvergabe an Unternehmen, wurde von Mitgliedern des Offenmarktausschusses (FOMC) im August 2018 eine **Aktivierung des antizyklischen Kapitalpuffers** für große Banken **diskutiert** (FOMC, 2018a). Ein über den Bankensektor hinausgehendes **Risiko für die Finanzstabilität** könnte der stark angestiegene Bestand an sogenannten Leveraged Loans darstellen (BIZ, 2018; FOMC, 2018b; IWF, 2018b). Diese Kredite an bereits hoch verschuldete und als weniger kreditwürdig eingestufte Unternehmen werden nicht zuletzt in verbriefter Form von Investmentfonds gehalten. Die Verzinsung dieser Kredite ist meist an einen Referenz-

zinssatz gekoppelt, sodass die Zinslast für die Schuldner mit weiteren Zinsanhebungen der Fed steigt. Das Ausfallrisiko dieser Kredite könnte zudem aufgrund zuletzt weniger strenger Kreditklauseln (covenants) erhöht sein.

225. Eine lange Dauer ist an sich noch kein Anzeichen für ein bevorstehendes Ende des Aufschwungs (Rudebusch, 2016). In der Vergangenheit war jedoch eine **Inversion der Zinsstrukturkurve**, also eine negative Renditedifferenz zwischen lang- und kurzfristigen Staatsanleihen, ein relativ zuverlässiger **Indikator für eine** erhöhte Wahrscheinlichkeit einer bevorstehenden **Abschwungphase** (Bauer und Mertens, 2018). [↘ KASTEN 3 SEITE 147](#) Dem jüngsten Rückgang der Renditedifferenz wurde deshalb einige Aufmerksamkeit geschenkt. [↘ ABBILDUNG 24 UNTEN RECHTS](#) Dabei stellt sich jedoch generell die Frage, inwieweit die Zinsstruktur in der derzeitigen Situation, in der die Notenbanken mit quantitativen geldpolitischen Maßnahmen längerfristige Zinsen beeinflussen, weiterhin ein geeigneter Rezessionsindikator ist (FOMC, 2018b).
226. Für den **Prognosezeitraum** rechnet der Sachverständigenrat mit einer **Fortsetzung des kräftigen Wachstums**. Hierzu tragen die umfangreichen Impulse der Fiskalpolitik bei. So dürfte allein aufgrund der Steuerreform das kumulierte Wachstum des BIP in den beiden Jahren merklich höher ausfallen. [↘ ZIFFERN 576 FF.](#) Im Vergleich zum zweiten Quartal 2018 dürften die Wachstumsraten jedoch wieder etwas zurückgehen und sich im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums dem mittelfristigen Potenzialwachstum von etwa 2 % annähern. Für die Jahre 2018 und 2019 erwartet der Sachverständigenrat jahresdurchschnittliche Zuwachsraten des BIP von 2,9 % beziehungsweise 2,6 %.

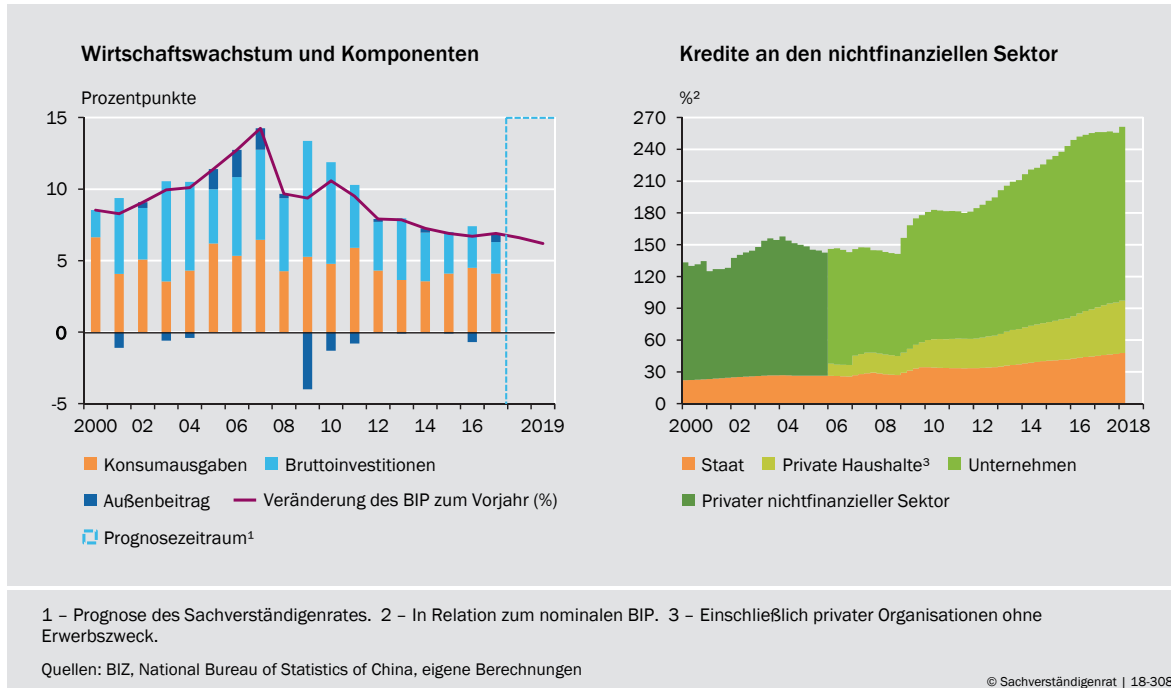
## 2. China: Handelsstreit verschärft Zielkonflikte

227. Die chinesische Volkswirtschaft ist im bisherigen Jahresverlauf **weiter kräftig**, jedoch etwas weniger als im Vorjahr **gewachsen**. Zwar ist die Vorjahresrate des BIP im dritten Quartal mit 6,5 % auf den niedrigsten Wert seit dem Jahr 2009 gesunken. Dies ist jedoch weniger auf eine besonders schwache Entwicklung im Jahr 2018 zurückzuführen als vielmehr auf Basiseffekte. Die annualisierten saisonbereinigten Quartalswachstumsraten lagen in den ersten drei Quartalen des Jahres bei 6,1 %, 7 % beziehungsweise 6,6 %. Insgesamt entspricht das bisherige Wachstumstempo damit weiterhin dem Planziel der chinesischen Regierung von etwa 6,5 %.

Die **trendmäßige Verlangsamung** des Wirtschaftswachstums verläuft somit weiterhin **graduell**. Die für das Jahr 2017 ausgewiesene jahresdurchschnittliche Zuwachsrate des BIP von 6,9 % lag sogar um 0,2 Prozentpunkte höher als diejenige des Jahres 2016. [↘ ABBILDUNG 25 LINKS](#) Während dabei der Wachstumsbeitrag des privaten Konsums leicht zurückging, war der Außenbeitrag im Jahr 2017 wieder positiv. Gleichzeitig setzt sich der **strukturelle Transformationsprozess** der chinesischen Wirtschaft, bei dem der Dienstleistungsbereich gegenüber dem Produzierenden Gewerbe an Gewicht gewinnt, weiter fort (JG 2016 Ziffern 925 ff.).

➤ **ABBILDUNG 25**

**Wirtschaftsindikatoren für China**



**Daten zur Abbildung**

228. **China** steht besonders **im Fokus** der handelspolitischen Drohungen und Maßnahmen **des US-amerikanischen Präsidenten**. So erhöhten die Vereinigten Staaten die Zollsätze auf viele chinesische Waren im bisherigen Jahresverlauf bereits deutlich, und China reagierte mit Gegenmaßnahmen. ➤ [ZIFFERN 8 FF.](#)

Neben dem großen Ausmaß der chinesischen Exporte in die Vereinigten Staaten sind die **restriktiven Marktzugangsbedingungen** für ausländische Unternehmen in China sowie Bedenken hinsichtlich der mangelnden Beachtung von Rechten an geistigem Eigentum die Hauptkritikpunkte. Während es für einige US-amerikanische Unternehmen kurzfristig von Vorteil sein könnte, wenn die Einfuhr von Produkten ihrer chinesischen Wettbewerber verteuert wird, dürften die gegenseitigen Zollerhöhungen aus gesamtwirtschaftlicher Sicht mit negativen Folgen für beide Volkswirtschaften verbunden sein.

Eine **Modellanalyse des IWF** (2018a) zu den **Auswirkungen des Handelskonflikts** findet im Basisszenario in den Jahren 2018 und 2019 eine negative Wirkung der bereits in Kraft getretenen Zölle auf das chinesische BIP von 0,2 % beziehungsweise 0,6 %. Werden weitere Zölle und Gegenzölle ab 2019 und zusätzliche Kanäle wie Unternehmensvertrauen und Finanzierungsbedingungen einbezogen, steigt dieser Effekt auf bis zu 1,6 % im Jahr 2019 an.

229. Der Handelskonflikt mit den Vereinigten Staaten verschärft für die chinesische Führung den **Zielkonflikt** zwischen einer Begrenzung der Verschuldung und der **Stabilisierung des Finanzsektors** auf der einen Seite und dem Erreichen der **hohen Wachstumsziele** auf der anderen Seite. Im vergangenen Jahr hatte die Regierung mit einigen Maßnahmen den Abbau von Risiken im Finanzsektor in den Vordergrund gerückt (IWF, 2018d). Dies trug dazu bei, dass sich das Kreditwachstum etwas verlangsamt und der Anstieg der Verschuldung in Relation zum nominalen BIP gebremst wurde. ➤ [ABBILDUNG 25 RECHTS](#) In den Jahren

seit der globalen Finanzkrise war insbesondere die **Verschuldung im Unternehmenssektor** stark angestiegen.

230. Vor dem Hintergrund des Handelskonflikts hat die chinesische Regierung Mitte des Jahres 2018 nun offenbar jedoch das **Wachstum** wieder stärker in den Vordergrund gerückt und verkündet, dieses mit verschiedenen Maßnahmen **stützen** zu wollen. Hierzu zählen etwa steuerliche Entlastungen und Infrastrukturinvestitionen sowie Maßnahmen zur Erleichterung der Unternehmensfinanzierung. Angesichts der weiterhin sehr hohen Verschuldung, insbesondere der Unternehmen, ist eine Abkehr von der Politik des Risikoabbaus, mit dem Ziel, angesichts des Handelskonflikts kurzfristig positive Impulse für das Wachstum zu setzen, jedoch problematisch, da sie die mittelfristigen **Finanzstabilitätsrisiken** wieder verstärken könnte (IWF, 2018b).
231. Für die **Prognose** geht der Sachverständigenrat davon aus, dass die chinesische Volkswirtschaft vorerst weiter recht kräftig wächst. Den negativen Auswirkungen des Handelskonflikts stehen die Effekte der expansiven Maßnahmen der Regierung entgegen. Im Verlauf des Prognosezeitraums dürfte sich das Wachstum jedoch weiter verlangsamen. Für die Jahre 2018 und 2019 erwartet der Sachverständigenrat Zuwachsraten des BIP von 6,6 % beziehungsweise 6,2 %.

### 3. Japan: Kapazitäten zunehmend ausgelastet

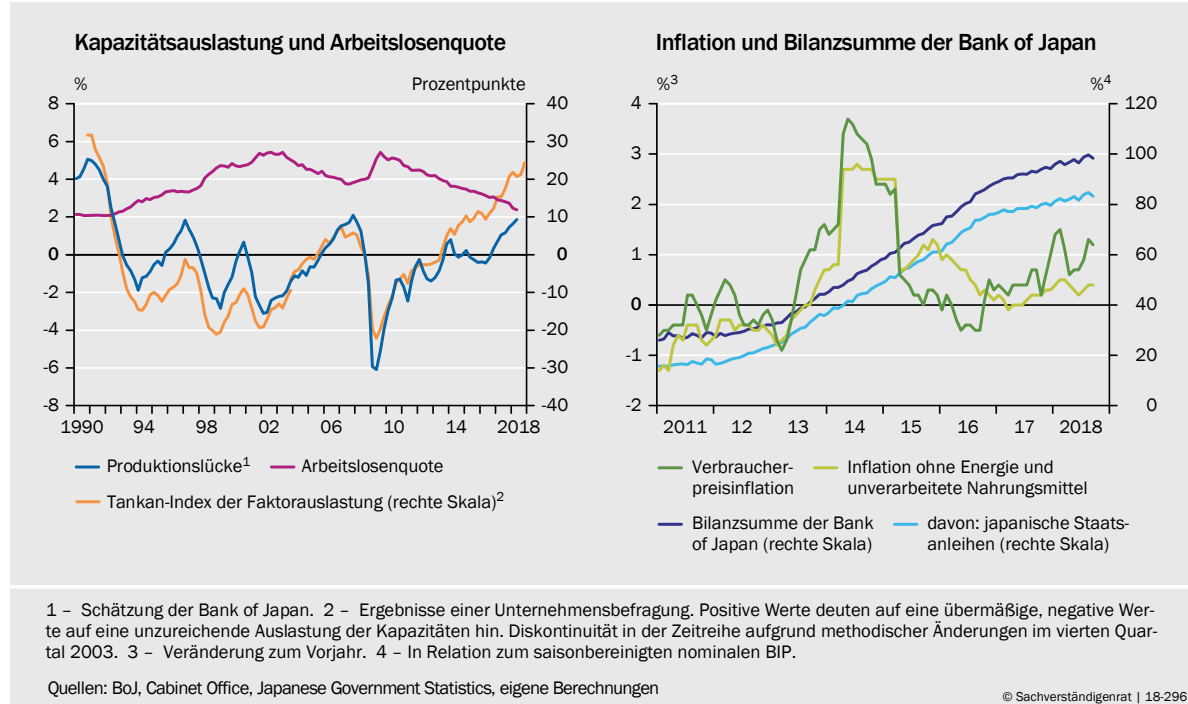
232. Nach acht Quartalen in Folge mit positivem Quartalswachstum sank das japanische BIP im ersten Quartal 2018 um 0,2 %. Trotz des kräftigen Anstiegs im zweiten Quartal wuchs das BIP damit in der ersten Jahreshälfte mit annualisiert 0,5 % gegenüber dem Vorhalbjahr deutlich langsamer als im Jahr 2017. Nach diesem zeitweisen Dämpfer scheint die **konjunkturelle Entwicklung** in Japan jedoch **weiter aufwärtsgerichtet** zu sein. Der private **Konsum** wuchs im zweiten Quartal nach drei schwächeren Quartalen wieder **kräftiger**. Während die nichtstaatlichen Investitionen in Wohnbauten seit vier Quartalen rückläufig sind, nahm das Wachstum der übrigen nichtstaatlichen Bruttoanlageinvestitionen ebenfalls spürbar zu. Das Exportwachstum entwickelte sich hingegen etwas schwächer. Dies trug dazu bei, dass der statistische Beitrag der Nettoexporte zum BIP-Wachstum zuletzt negativ war.

Bei der rückläufigen Bevölkerung liegt es nahe, zur Einordnung der japanischen Wachstumsdynamik das Wachstum des realen **BIP je Einwohner** zu betrachten. Dieses war im Jahr 2017 mit 1,9 % etwas höher als das BIP-Wachstum von 1,7 %.

233. Nach dem konjunkturellen Aufschwung der vergangenen Jahre dürften die gesamtwirtschaftlichen **Kapazitäten** bereits **stark ausgelastet** sein. Hierauf deuten die von der BoJ geschätzte Produktionslücke sowie Unternehmensumfragen hin. ↘ [ABBILDUNG 26 LINKS](#) Die **Arbeitslosenquote** befand sich mit 2,4 % im August **auf einem sehr niedrigen Niveau**. Vergleichbare Werte waren zuletzt Anfang der 1990er-Jahre zu beobachten. Die Zahl der offenen Stellen je Bewerber hat die Höchstwerte des damaligen Booms bereits überschritten. Ins-

## ▸ ABBILDUNG 26

## Wirtschaftsindikatoren für Japan



## Daten zur Abbildung

besondere aufgrund gestiegener Partizipationsquoten von älteren Personen und Frauen nahm die Beschäftigung bislang weiter zu (JG 2017 Ziffer 220).

Angesichts des Bevölkerungsrückgangs und der starken Alterung der Gesellschaft dürfte das heimische Arbeitskräftepotenzial jedoch kaum ausreichen, um zukünftig die Nachfrage nach Arbeitskräften zu decken. Die Regierung ist deshalb bestrebt, die bislang im internationalen Vergleich geringe **Erwerbsmigration** etwas zu erleichtern (Cabinet Office, 2018). Ein zusätzliches Potenzial zur Ausweitung der Kapazitäten könnte in Maßnahmen zur Steigerung der Produktivität liegen. Bislang liegt diese in Japan deutlich unter den in anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften erreichten Werten (JG 2016 Ziffer 151).

234. Die geldpolitischen Maßnahmen der vergangenen Jahre haben die Bilanzsumme der BoJ deutlich ausgeweitet. ▸ ABBILDUNG 26 RECHTS Inzwischen erreicht die Bilanzsumme fast die Höhe des nominalen BIP. Während die BoJ in ihrer Juli-Sitzung beschloss, gewisse Schwankungen bei den langfristigen Zinsen zuzulassen, hält sie grundsätzlich an ihrer Politik der Kontrolle der Zinsstrukturkurve durch flexible Anleihekäufe fest (BoJ, 2018a). Mit der expansiven **Geldpolitik** möchte die BoJ ihr Preisstabilitätsziel einer Verbraucherpreis-inflation in Höhe von 2 % erreichen. Der Ölpreisanstieg hat zuletzt zwar zu höheren Inflationsraten geführt. ▸ ABBILDUNG 26 RECHTS Die **Kerninflation**, die Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel unberücksichtigt lässt, liegt jedoch weiterhin deutlich unter 1 %.

235. Die Regierung beabsichtigt, im Oktober 2019 die **Mehrwertsteuer** von 8 % auf 10 % anzuheben. Diese **Erhöhung** wurde zuvor bereits mehrfach aufgeschoben, nicht zuletzt, weil negative Auswirkungen auf die konjunkturelle Dynamik befürchtet wurden. Für die Konsumenten würde insbesondere der mit einer Steu-



erhöhung einhergehende Preisanstieg, wie er im Jahr 2014 zu beobachten war, eine **Belastung** darstellen. [↘ ABBILDUNG 26 RECHTS](#) Um diese abzumildern, plant die Regierung einige entlastende Maßnahmen. Diese könnten dazu beitragen, dass die konjunkturellen Auswirkungen der Steuererhöhung geringer ausfallen als bei früheren Erhöhungen. Dennoch besteht bezüglich der konjunkturellen Auswirkungen eine nicht zu vernachlässigende Unsicherheit (BoJ, 2018b).

236. Für den **Prognosezeitraum** ist zu erwarten, dass das Wachstum des BIP das für Japan hohe Niveau des vergangenen Jahres nicht halten können. Hierzu dürfte die bereits hohe Auslastung der Kapazitäten beitragen. Für die Jahre 2018 und 2019 rechnet der Sachverständigenrat mit Zuwachsraten von jeweils 1,1 %.

## 4. Vereinigtes Königreich: Damoklesschwert Brexit

237. Im Jahr 2017 war das Vereinigte Königreich die einzige G7-Volkswirtschaft, in der sich das Wachstum des jährlichen BIP verlangsamte. Im ersten Halbjahr 2018 setzte sich die relativ **verhaltene wirtschaftliche Dynamik** fort. [↘ ABBILDUNG 27 OBEN LINKS](#) Mit einem annualisierten Zuwachs des BIP um 1,0 % gegenüber dem Vorhalbjahr war das Wachstumstempo sogar noch etwas geringer als in der zweiten Jahreshälfte 2017. Damals war ein Wert von 1,3 % erreicht worden.

Während der **Dienstleistungsbereich** in beiden Quartalen positiv zum Wachstum des BIP beitrug, kam es im Baugewerbe im ersten Quartal 2018 zu einem spürbaren Rückgang der Produktion, dem jedoch ein Wachstum im zweiten Quartal folgte. Im **Verarbeitenden Gewerbe** verringerte sich hingegen in beiden Quartalen des ersten Halbjahrs die Produktion. Damit ging ein spürbarer Rückgang der Güterexporte im zweiten Quartal einher.

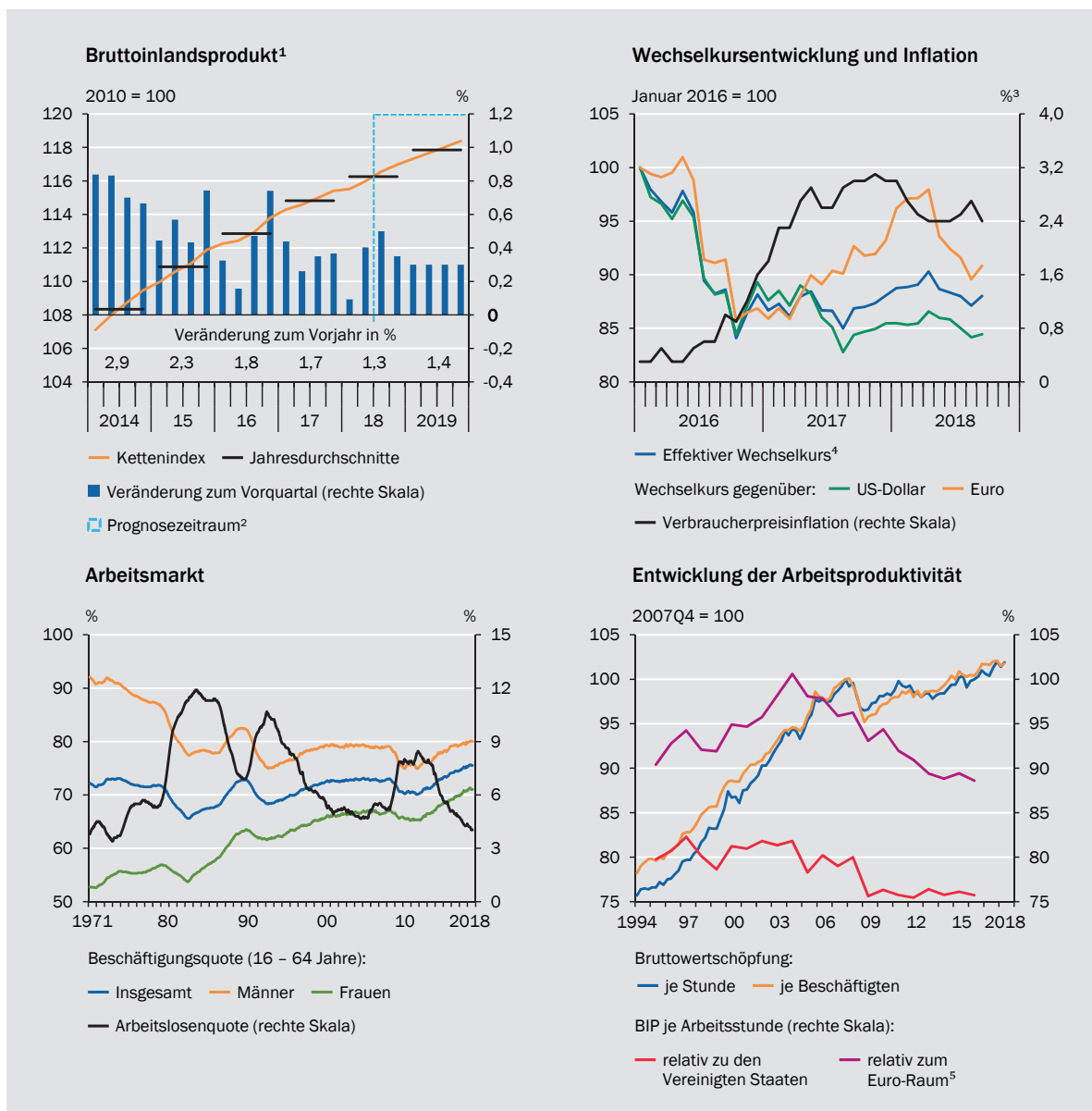
238. Der private **Konsum** entwickelt sich **weiter relativ schwach**. Nach dem Brexit-Votum am 23. Juni 2016 wertete das Britische Pfund deutlich ab. [↘ ABBILDUNG 27 OBEN RECHTS](#) Dies trug dazu bei, dass die **Inflation** seit dem vergangenen Jahr deutlich über dem Inflationsziel der Bank of England (BoE) von 2 % liegt. Dieser Preisanstieg dämpft die Entwicklung der Realeinkommen der Haushalte. Die BoE hob angesichts der Inflationsdaten den Leitzins im November 2017 und im August 2018 jeweils um 0,25 Prozentpunkte an. Bleibt die konjunkturelle Entwicklung auf dem erwarteten Pfad und kommt es nicht zu Verwerfungen im Zuge des Brexit-Prozesses, erachtet sie eine weitere Straffung der Geldpolitik durch graduelle Zinserhöhungen in der Zukunft für angemessen (BoE, 2018a).
239. Die Arbeitsmarktentwicklung deutet auf eine zunehmend höhere Auslastung hin. Die **Arbeitslosenquote** liegt mit 4 % auf einem im historischen Vergleich sehr **niedrigen Niveau**. [↘ ABBILDUNG 27 UNTEN LINKS](#) Inzwischen befindet sie sich sogar leicht unter der von der BoE (2018b) geschätzten langfristigen gleichgewichtigen Arbeitslosenquote. Da die Beschäftigungsquote in den vergangenen Jahren bereits spürbar zugenommen hat, ist das Potenzial für eine weitere Ausweitung des Arbeitsvolumens inzwischen merklich geringer. Hinzu kommt, dass

seit dem Jahr 2016 die **Zuwanderung** aus den übrigen Mitgliedstaaten der EU **abgenommen** hat. Hierbei könnte das Brexit-Votum ebenso eine Rolle gespielt haben wie die relativ kräftige konjunkturelle Dynamik im Euro-Raum und den übrigen EU-Mitgliedstaaten.

240. Seit der Rezession nach der globalen Finanzkrise ist die **Arbeitsproduktivität** im Vereinigten Königreich nur verhalten gewachsen. [ABBILDUNG 27 UNTEN RECHTS](#) Setzt sich diese Entwicklung fort, dürfte sie neben dem sich abzeichnenden geringeren Zuwachs des Arbeitsvolumens dazu beitragen, dass das **Potenzialwachstum** der Volkswirtschaft relativ gering ist. Die BoE und die Europäische Kommission schätzen dieses für den Prognosezeitraum auf etwa 1,5 %.

ABBILDUNG 27

Wirtschaftsindikatoren für das Vereinigte Königreich



1 – Saison- und kalenderbereinigt. 2 – Prognose des Sachverständigenrates. 3 – Veränderung zum Vorjahresmonat. 4 – Broad Index der BoE. 5 – Euro-Raum: 19 Länder.

Quellen: BoE, OECD, ONS, eigene Berechnungen

Daten zur Abbildung

241. Das **Brexit-Votum** dürfte die **Wirtschaftsleistung** im Vereinigten Königreich **bereits spürbar gedämpft** haben. Born et al. (2017) konstruieren anhand der Daten für 30 OECD-Staaten einen statistischen **synthetischen Doppelgänger** für das Vereinigte Königreich. Während sich das BIP dieses Doppelgängers in etwa entsprechend der Prognosen für das Vereinigte Königreich entwickelte, die vor dem Brexit-Votum erstellt wurden, bleibt das tatsächliche BIP des Vereinigten Königreichs im Jahresverlauf 2017 deutlich hinter diesem Anstieg zurück. Die Analyse führt dies neben der schwachen Konsumententwicklung auf den schwächeren Anstieg der **Investitionen** zurück. Dieses Ergebnis deckt sich mit Unternehmensumfragen (BoE, 2018b). So waren etwa die Investitionsabsichten von exportorientierten Unternehmen trotz des starken Anstiegs der globalen Nachfrage im vergangenen Jahr eher gedämpft.
242. Für die **Prognose** geht der Sachverständigenrat davon aus, dass bei den Brexit-Verhandlungen rechtzeitig eine **Einigung** erzielt wird, die einen ungeordneten Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU im März 2019 verhindert. [↘ ZIFFERN 34 FF.](#) Des Weiteren wird angenommen, dass, gegebenenfalls durch ein Übergangsabkommen, über das Jahr 2019 hinaus der **Status quo** an Marktzugangsregelungen **weitgehend erhalten** bleibt, sodass es innerhalb des Prognosezeitraums zu keinen größeren Verwerfungen kommen sollte. Gemäß diesem **Basiszenario** erwartet der Sachverständigenrat für die Jahre 2018 und 2019 Zuwachsraten des BIP von 1,3 % beziehungsweise 1,4 %.
243. Sollte es entgegen den getroffenen Annahmen im Jahr 2019 zu einem ungeordneten **Brexit** kommen, dürfte dieser mit erheblichen Verwerfungen einhergehen. Das daraus resultierende **Risiko** für die kurzfristige wirtschaftliche Entwicklung ist kaum abzuschätzen. Langfristig dürfte der Brexit in jedem Fall mit spürbaren Kosten für die Volkswirtschaft des Vereinigten Königreichs verbunden sein. Je nach Ausgestaltung der künftigen Handelsbeziehungen mit der EU könnten diese erheblich sein. [↘ ZIFFERN 35 FF.](#)

### III. EURO-RAUM: WENIGER SCHWUNGVOLL ALS IM VORJAHR

244. Der **Aufschwung** im Euro-Raum setzt sich **mit verlangsamtem Tempo** fort. Die Wirtschaftsleistung wird nach Prognose des Sachverständigenrates im Jahr 2018 um 2,0 % und im Jahr 2019 um 1,7 % zunehmen. Im Jahr 2017 hatte das Wachstum noch 2,4 % betragen. Die **verringerten Zuwachsraten** lassen sich nicht zuletzt auf zunehmend ausgelastete Produktionskapazitäten und schwächere Impulse aus dem Ausland zurückführen. Zugleich dürften der Preis- und der Lohndruck etwas zunehmen, während nur ein langsamer Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik zu erwarten ist. [↘ ZIFFER 341](#)

## 1. Konjunkturelle Lage

245. Die **Wirtschaftsleistung** im Euro-Raum entwickelte sich im ersten Halbjahr 2018 weniger dynamisch als im Vorjahr. Nachdem das BIP im zweiten Halbjahr 2017 mit einer annualisierten Rate von 2,7 % gewachsen war, verringerte sich diese im ersten Halbjahr 2018 auf 1,9 %. Das **Wachstum** zum Vorquartal betrug jeweils 0,4 % und lag damit nahe der von der Europäischen Kommission geschätzten **Potenzialwachstumsrate**. Dabei gab es Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten. Während die Entwicklung in Frankreich und Italien im ersten Halbjahr überraschend schwach war, verlangsamte sich das Wachstum in Deutschland und Spanien nur geringfügig.
246. Die **Inflation** im Euro-Raum ist im Jahresverlauf 2018 **deutlich angestiegen**. Im September lag die Inflationsrate des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) bei 2,1 %. Dazu trugen vor allem die **gestiegenen Energie- und Nahrungsmittelpreise** bei. Die Kerninflation, welche diese beiden volatilen Preiskomponenten nicht berücksichtigt, betrug im September zwar nur 0,9 %. Im vierten Quartal ist aber aufgrund auslaufender Basiseffekte wieder mit einem Anstieg der Vorjahresraten zu rechnen.

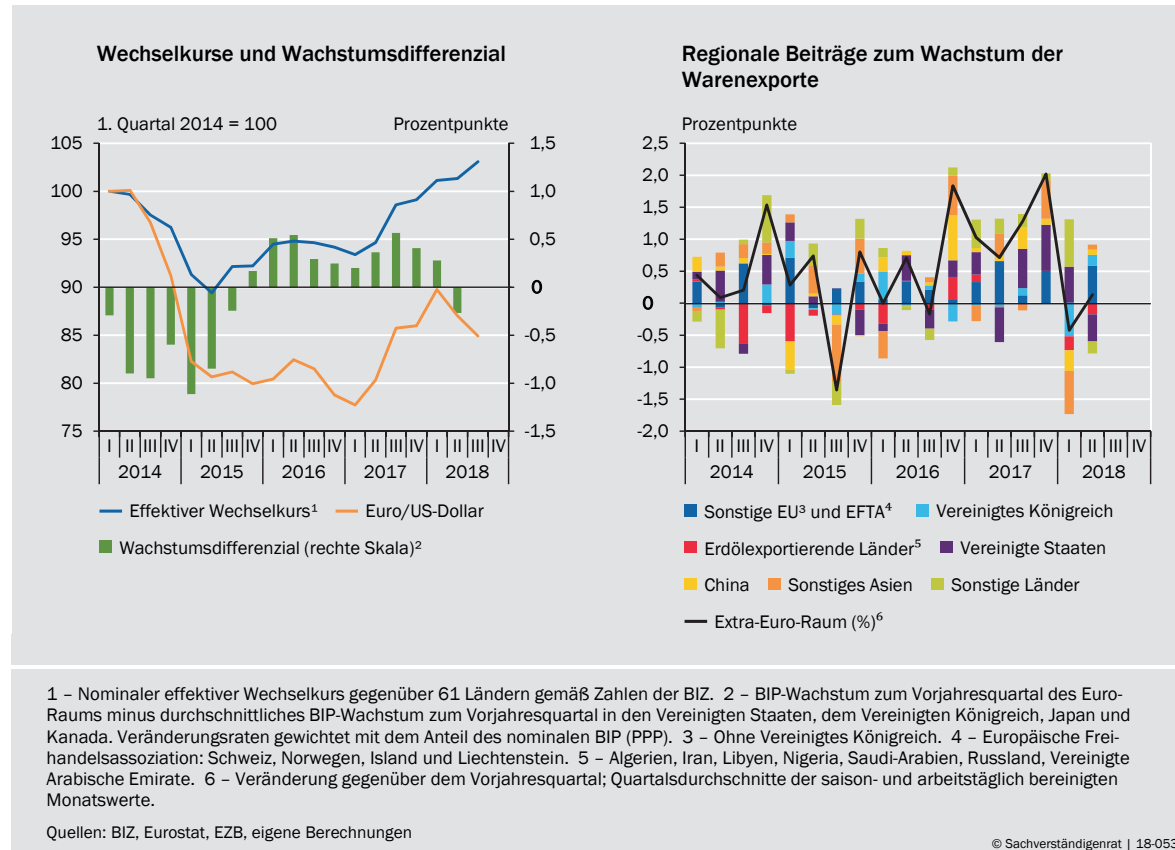
Der **Beschäftigungsaufbau** im Euro-Raum hat sich fortgesetzt. Die Zahl der Erwerbstätigen lag im zweiten Quartal 2018 um 1,5 % über dem Niveau des Vorjahresquartals. Die Arbeitslosenquote betrug im August 8,1 % und lag somit nur einen halben Prozentpunkt höher als im Vorkrisenjahr 2007.

### Geringere Impulse vom Außenhandel

247. Die außenwirtschaftlichen Rahmenbedingungen für den Euro-Raum haben sich gegenüber dem Jahr 2017 verschlechtert. Das **Risiko eines eskalierenden Handelskonflikts** mit den Vereinigten Staaten könnte Unternehmen von Investitionen abhalten und so das Wachstum bremsen. Daneben verringert der **höhere Rohölpreis** die real verfügbaren Einkommen der Haushalte und dürfte sich negativ auf den privaten Konsum auswirken. Zudem dürfte die weitere **Aufwertung des Euro** die Exportentwicklung gehemmt haben. Von Dezember 2017 bis September 2018 hat der Euro effektiv um 4,9 % aufgewertet. [↘ ABBILDUNG 28 LINKS](#) Gegenüber dem US-Dollar hat der Euro im Jahr 2018 jedoch etwas an Wert verloren und lag seit Anfang Mai konstant unterhalb von 1,20 US-Dollar.
248. Ein höherer Wechselkurs führt ceteris paribus zu einer Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit und könnte sich somit negativ auf das Wachstum auswirken. Allerdings könnte die Aufwertung lediglich ein Ergebnis der besseren wirtschaftlichen Entwicklung im Euro-Raum sein. Die Aufwertung im Jahresverlauf 2017 dürfte zum Teil auf das zu diesem Zeitpunkt unerwartet **kräftige Wachstum im Euro-Raum** zurückzuführen sein. [↘ ABBILDUNG 28 LINKS](#) Im Jahr 2018 haben **Sorgen um** die wirtschaftliche Entwicklung einiger **Schwellenländer** den Außenwert des Euro zusätzlich gestärkt. Insbesondere gegenüber der Türkischen Lira, dem Brasilianischen Real und dem Russischen Rubel wertete der Euro stark auf.

▸ **ABBILDUNG 28**

**Außenwirtschaftliche Rahmenbedingungen für den Euro-Raum**



**Daten zur Abbildung**

249. Die Deutsche Bundesbank schätzt mit Hilfe eines Fehlerkorrekturmodells, dass die **Aufwertung des Euro das Exportwachstum** seit dem zweiten Quartal 2017 **vermindert** hat (Deutsche Bundesbank, 2018). Dies wurde jedoch durch eine kräftige Auslandsnachfrage mehr als kompensiert, sodass die Exporte im Sommer des Jahres 2017 stark anstiegen. ▸ **ABBILDUNG 28 RECHTS** Im ersten Halbjahr 2018 verringerte sich der positive Nachfragebeitrag jedoch wieder. Dazu passt, dass sich das Wachstum des Welthandels zu Jahresbeginn ebenfalls merklich verlangsamte. ▸ **ZIFFER 189** Außerdem wich die Exportentwicklung des Euro-Raums im zweiten Halbjahr 2017 deutlich von der geschätzten Langfristbeziehung zwischen Exporten, Auslandsnachfrage und Wechselkurs ab (Deutsche Bundesbank, 2018). Insofern könnte der Rückgang im ersten Quartal 2018 als eine **Normalisierung** angesehen werden. Die positive Gegenbewegung der Exporte und der Auftragseingänge im späten Frühjahr spricht ebenfalls dafür.
250. Die **positive Entwicklung der Exporte im Jahr 2017** zeichnete sich vor allem dadurch aus, dass sie fast alle Regionen erfasste. Die größten Beiträge zum Wachstum der Exporte lieferten die **Vereinigten Staaten, China und sonstige asiatische Länder**. Zugleich nahmen die Exporte in Länder, die selbst vor allem Erdöl exportieren, wieder zu. In den Jahren zuvor war die Nachfrage aus diesen Ländern vor dem Hintergrund des Ölpreisverfalls stark zurückgegangen. Die **Exporte in das Vereinigte Königreich** haben sich in jüngster Zeit recht **schwach entwickelt**. Dazu dürften das geringere Wachstum im Vereinigten Königreich und die Abwertung des Britischen Pfund beigetragen haben. ▸ **ZIFFER 237 F**.

251. Im ersten Quartal 2018 gingen die **Exporte nach Asien stark zurück**, bevor sie im zweiten Quartal wieder etwas anstiegen. Die Exporte in die Vereinigten Staaten waren im zweiten Quartal rückläufig, nachdem sie in den drei vorherigen Quartalen kräftig gewachsen waren. Der **Handelskonflikt mit den Vereinigten Staaten** dürfte hieran einen geringen Anteil gehabt haben. So machen die von den Zollerhöhungen betroffenen Stahl- und Aluminiumprodukte einen vergleichsweise geringen Teil der Gesamtexporte des Euro-Raums in die Vereinigten Staaten aus. [↘ ZIFFER 8](#) Außerdem könnte die Aussicht auf zukünftige Zollerhöhungen zu Vorzieheffekten und daher kurzfristig höheren Exporten führen.

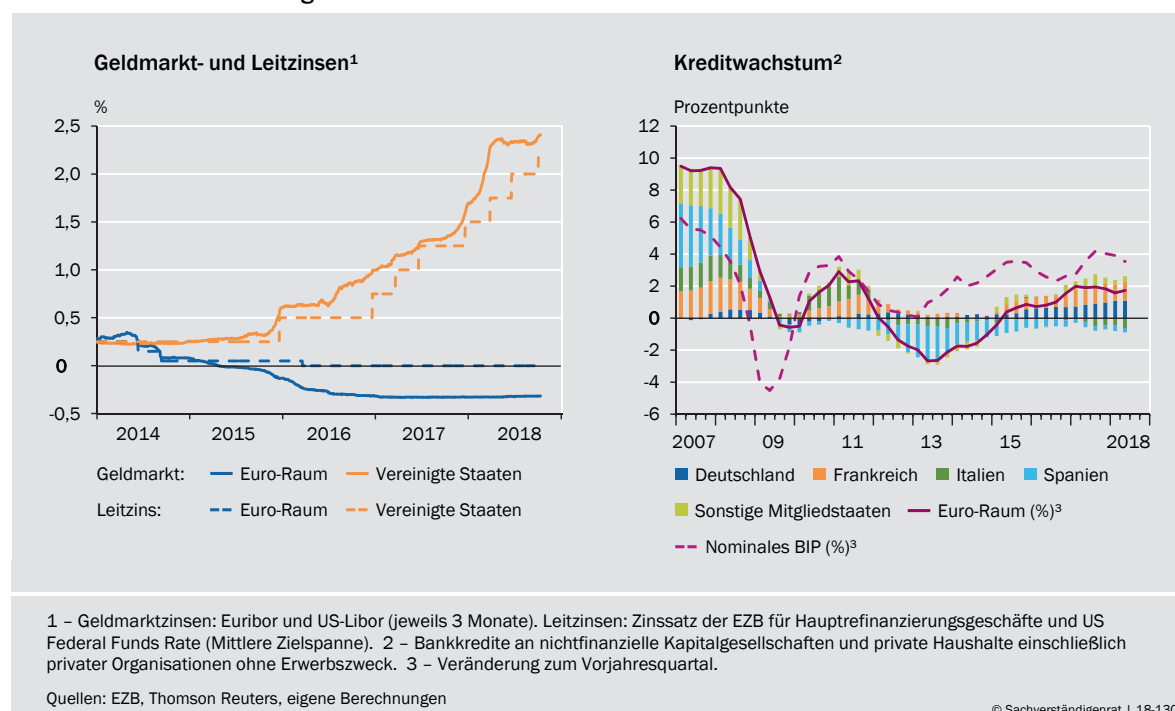
### Geld- und Fiskalpolitik weiter expansiv

252. Die EZB setzt ihre **Negativzinspolitik** im Gegensatz zur Fed fort. [↘ ZIFFER 223](#) Der Euribor-Zinssatz für Dreimonatsgeld befindet sich seit drei Jahren unter Null, und die **Zinsdifferenz zu den Vereinigten Staaten** weitet sich zunehmend aus. [↘ ABBILDUNG 29 LINKS](#) Einen derart großen Unterschied bei den dreimonatigen Geldmarktzinssätzen hat es zuletzt im Januar 2000 gegeben. Momentan geht die EZB davon aus, die Leitzinsen bis mindestens über den Sommer des Jahres 2019 unverändert zu lassen. [↘ ZIFFER 350](#)

253. Das Volumen der **Kredite** an Haushalte und Unternehmen im Euro-Raum steigt trotz günstiger Finanzierungsbedingungen vergleichsweise moderat an. [↘ ABBILDUNG 29 RECHTS](#) Im Euro-Raum insgesamt sind die Kredite im Jahr 2017 langsamer gewachsen als die nominale Wirtschaftsleistung, sodass die **private Verschuldung in Relation zum nominalen BIP weiter rückläufig** war. Dies lag vor allem an der Entwicklung in Spanien und Italien, wo das Kreditvolumen im Zuge des anhaltenden Schuldenabbaus des privaten Sektors immer

[↘ ABBILDUNG 29](#)

#### Zins- und Kreditentwicklung im Euro-Raum



Daten zur Abbildung



noch zurückgeht. Trotz Fortschritten beim Abbau notleidender Kredite (NPL) verharren deren Volumen in einigen Mitgliedstaaten auf einem hohen Niveau.

↪ [ABBILDUNG 62 SEITE 238](#)

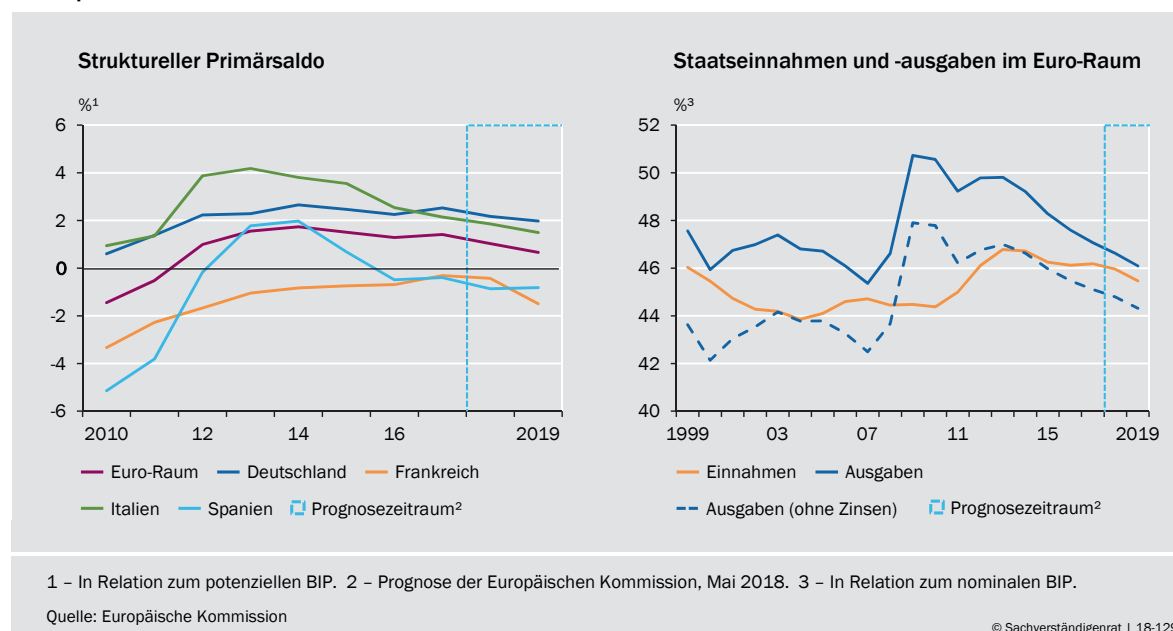
254. Neben der Geldpolitik wirkt die **Fiskalpolitik expansiv**. Der strukturelle Primärsaldo ist im Euro-Raum rückläufig. ↪ [ABBILDUNG 30 LINKS](#) Insbesondere in Italien ist dies **vor dem Hintergrund des hohen Schuldenniveaus sehr bedenklich**. Angesichts des relativ guten konjunkturellen Umfelds wäre jetzt ein guter Zeitpunkt, fiskalische Puffer für schlechtere Zeiten aufzubauen. Stattdessen sieht insbesondere der **Haushaltsentwurf der italienischen Regierung** umfassende expansive Maßnahmen vor. ↪ [ZIFFER 62](#)

Im Jahr 2019 soll das Haushaltsdefizit des italienischen Staates auf 2,4 % des nominalen BIP ansteigen. Die vorherige Regierung hatte in ihrem Stabilitätsprogramm vom Mai 2018 noch ein Defizit von 0,8 % des nominalen BIP für das Jahr 2019 angestrebt (Europäische Kommission, 2018; Ministero dell’Economia e delle Finanze, 2018). In dem aktuellen Entwurf wird ein reales Wachstum des BIP von 1,5 % für das Jahr 2019 unterstellt, während die Prognosen der internationalen Institutionen genauso wie diejenige der Banca d’Italia nur ein Wachstum von etwa 1 % erwarten. Es besteht somit das **Risiko eines noch höheren Defizits** im kommenden Jahr.

255. Die Ausweitung des Defizits könnte zwar eine kurzfristig expansive Wirkung besitzen, dürfte zugleich aber zu steigender **Unsicherheit an den Finanzmärkten** führen. Die Renditen 10-jähriger italienischer Staatsanleihen stiegen in den vergangenen Monaten bereits deutlich an, auf zuletzt mehr als 3 %. ↪ [KASTEN 10 SEITE 240](#) Ein wichtiger Grund für den Anstieg dürften erhöhte Zweifel von Investoren an der Tragfähigkeit der italienischen Staatsschulden sein. Die **Kursverluste italienischer Staatsanleihen** wirken sich negativ auf die italienischen Banken aus, die weiterhin einen großen Teil der Staatspapiere halten. So könn-

↪ [ABBILDUNG 30](#)

Fiskalpolitische Kennziffern im Euro-Raum



Daten zur Abbildung

© Sachverständigenrat | 18-129

ten Buchverluste aus Staatsanleihebeständen die Fähigkeit der Banken, Kredite zu vergeben, einschränken. Zudem dürften Banken ihre **gestiegenen Refinanzierungskosten** an Unternehmen und Haushalte weitergeben, was sich ebenfalls negativ auf die Realwirtschaft auswirken dürfte.

256. Seit dem Jahr 2013 sinkt die **durchschnittliche Staatsquote im Euro-Raum**, gemessen am Verhältnis von Staatsausgaben und Wirtschaftsleistung. [↘ ABBILDUNG 30 RECHTS](#) Mit 47,1 % lag sie im Jahr 2017 aber immer noch um 1 Prozentpunkt höher als im Durchschnitt der Jahre 2005 bis 2007. Dieser Anstieg ist umso bemerkenswerter, als die Mitgliedstaaten trotz gesteigener Verschuldung heute deutlich **weniger für Zinszahlungen aufwenden** müssen. Betrug die Zinslast in den Jahren 2005 bis 2007 im Aggregat des Euro-Raums noch 2,9 % des nominalen BIP, hat sich dieser Wert auf 2,0 % im Jahr 2017 verringert. Unter Berücksichtigung der gesunkenen Zinsausgaben beträgt der Anstieg der Ausgabenquote im Vergleich zum Zeitraum 2005 bis 2007 sogar fast 2 Prozentpunkte.

Die um konjunkturelle Effekte und Zinszahlungen bereinigten **Staatsausgaben** lagen im Jahr 2016 ebenfalls **über dem Vorkrisenniveau**. Zu diesem Anstieg hatten vor allem die gestiegenen Ausgaben für die Alterssicherung beigetragen (EZB, 2017). Nicht zuletzt vor dem Hintergrund des anhaltenden demografischen Wandels ist ungewiss, wie gut die Mitgliedstaaten auf ein mittelfristig höheres Zinsniveau vorbereitet sind (JG 2017 Ziffern 377 ff.).

## 2. Aufschwung im Euro-Raum fortgeschritten

257. Die Wirtschaft im Euro-Raum dürfte dieses Jahr zum **sechsten Mal in Folge wachsen**. In Deutschland geht der Aufschwung bereits in sein zehntes Jahr. [↘ ZIFFERN 291 FF.](#) Es stellt sich daher die Frage, wie weit fortgeschritten die konjunkturelle Erholung im Euro-Raum bereits ist. Vor allem die umfragebasierten Indikatoren befinden sich trotz der jüngsten Rückgänge auf historisch hohen Niveaus. Sie sprechen dafür, dass der Euro-Raum die Erholungsphase nach der Krise hinter sich gelassen hat und sich die Wirtschaft gegenwärtig in einer Phase der **Hochkonjunktur** befindet.

### Überauslastung möglicherweise größer als gedacht

258. Die Wirtschaftsleistung wächst im Zeitverlauf nicht gleichmäßig, sondern weicht mehr oder weniger regelmäßig von ihrem **Wachstumspfad** ab. Die Glättung dieser **konjunkturellen Schwankungen** ist eine zentrale Aufgabe der Konjunkturpolitik (JG 2008 Ziffern 407 ff.). Im Euro-Raum liegt die Wirtschaftsleistung weiterhin deutlich unterhalb des Vorkrisentrends. Dies könnte man als Indiz dafür werten, dass die **wirtschaftliche Erholung** keineswegs abgeschlossen ist und eine substanzielle Unterauslastung vorliegt, die eine expansive Geld- und Fiskalpolitik erfordern würde.

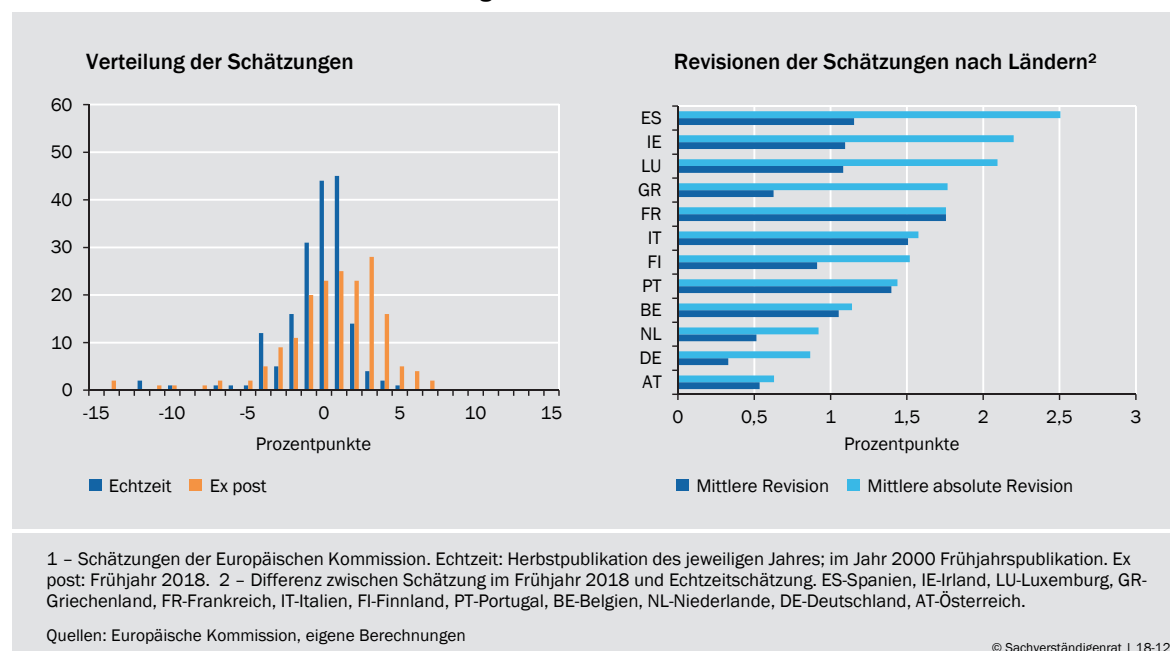
Eine solche Extrapolation linearer Trends ignoriert jedoch die Möglichkeit eines flacheren Wachstumspfads als in der Vergangenheit. Für die Vereinigten Staaten

beispielsweise ermitteln verschiedene Studien einen deutlichen **Rückgang des Trendwachstums** gegenüber dem Vorkrisenzeitraum (Luo und Startz, 2014; Antolin-Diaz et al., 2017; Grant und Chan, 2017). Ein verringertes Trend- und Produktivitätswachstum ist in nahezu allen fortgeschrittenen Volkswirtschaften seit Anfang der 2000er-Jahre festzustellen (JG 2015 Ziffern 593 ff.).

259. Die Bestimmung der Position im Konjunkturzyklus erfordert eine **Trennung** von **strukturellen** und **zyklischen Komponenten** des BIP. Dies ist jedoch in Echtzeit kaum möglich (Elstner et al., 2016). Mit Berücksichtigung neuer Daten im Zeitverlauf ändert sich die Zusammensetzung der Komponenten. Dies kann dazu führen, dass die Einschätzung der zyklischen Position nachträglich korrigiert werden muss. Echtzeit-Schätzungen von Produktionslücken sind dementsprechend mit Unsicherheit verbunden und unterliegen recht großen Revisionen im Zeitverlauf. Dies liegt neben den nachträglichen **Datenrevisionen** des BIP vor allem an **Fehleinschätzungen des Potenzials** (JG 2016 Kasten 6). So reagieren verschiedene Potenzialschätzungen auf Nachfrageschocks, die nur einen temporären Einfluss auf das BIP haben und daher eigentlich nicht in das Potenzial einfließen sollten (Coibion et al., 2017).
260. In der Vergangenheit überschätzten die internationalen Institutionen meist den Grad der Unterauslastung im Euro-Raum. So wies die Europäische Kommission in den Jahren 2000 bis 2014 in 76 % der Fälle in Echtzeit eine negative **Produktionslücke** aus. [ABBILDUNG 31 LINKS](#) Bei den Schätzungen für die ursprünglichen Euro-12-Mitgliedstaaten gab es in 74 % der Fälle einen Revisionsbedarf nach oben, das heißt, die Schätzung im Frühjahr 2018 lag über den jeweiligen **Echtzeit-Schätzungen**. In Frankreich, Italien und Portugal fielen die Schätzungen deutlich zu niedrig aus, während in Deutschland, Österreich und den Niederlanden der **Revisionsbedarf** vergleichsweise gering war. [ABBILDUNG 31 RECHTS](#)

▸ ABBILDUNG 31

Revisionen der Produktionslückenschätzung für den Euro-Raum im Zeitraum von 2000 bis 2014<sup>1</sup>



Daten zur Abbildung

© Sachverständigenrat | 18-126

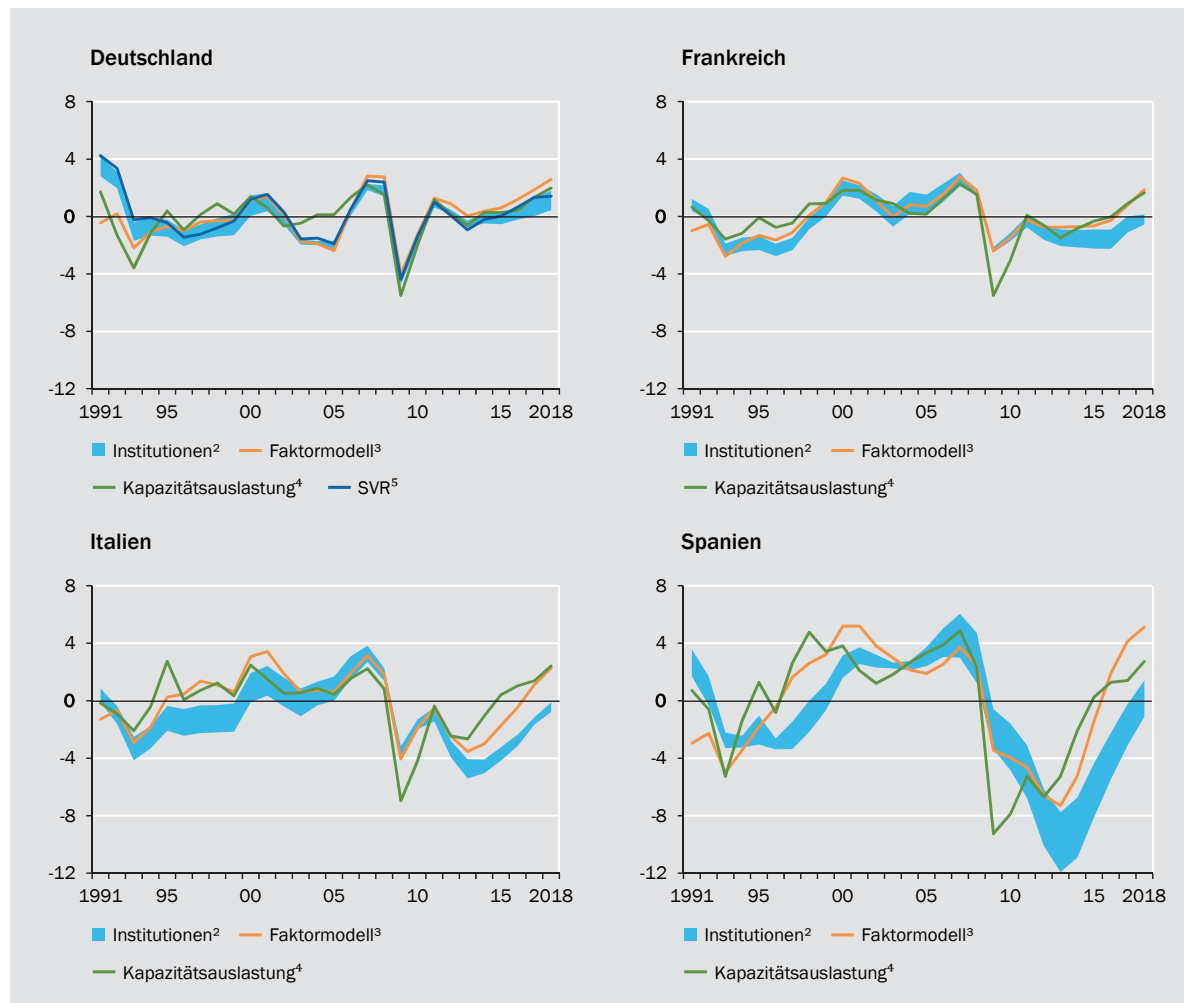
261. Eine **Tendenz, die gesamtwirtschaftliche Unterauslastung zu überschätzen**, findet sich in ähnlichem Umfang beim IWF und der OECD (Deutsche Bundesbank, 2014; Kempkes, 2014). Dabei dürfte eine Rolle gespielt haben, dass das trendmäßig verringerte Potenzialwachstum der vergangenen zwei Jahrzehnte erst mit Verzögerung erkannt wurde. So schätzte der Hodrick-Prescott-Filter die Produktionslücke in Echtzeit ebenfalls zu negativ ein, wenngleich die Verzerrung im Vergleich zu den Schätzungen der Institutionen deutlich geringer war (JG 2017 Tabelle 3).

262. Im Folgenden wird die Produktionslücke mit Hilfe eines Faktormodells geschätzt. Dabei wird eine **Vielzahl von Indikatoren** herangezogen, die in der Vergangenheit mit der ex post geschätzten Produktionslücke hoch korreliert waren. Dazu zählen vor allem Unternehmensumfragen zu Kapazitätsauslastung, Auftragsbeständen und Produktionshemmnissen sowie Stimmungsindikatoren.

▾ **ABBILDUNG 32**

**Schätzungen der Produktionslücke im Euro-Raum**

%<sup>1</sup>



1 - Im Verhältnis zum Potenzial. 2 - Bandbreite ergibt sich aus dem Minimum und Maximum der Schätzungen der Europäischen Kommission, des IWF und der OECD. Stand: Mai 2018 (Europäische Kommission und OECD), Oktober 2018 (IWF). 3 - Basierend auf einem Faktormodell mit 37 Indikatoren. Der Faktor wird durch eine Hauptkomponentenanalyse bestimmt. Anschließend wird der Faktor geglättet, sodass das implizierte Potenzialwachstum im Jahr t der durchschnittlichen Potenzialwachstumsrate der Jahre t-3 bis t+3 des ungeglätteten Faktormodells entspricht (Weiske, 2018). 4 - Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe. Mittelwertbereinigt und an Standardabweichung der Produktionslückenschätzungen der Europäischen Kommission, des IWF und der OECD angepasst. 5 - Schätzung des Sachverständigenrates im November 2018.

Quellen: Europäische Kommission, IWF, OECD, Weiske (2018), eigene Berechnungen

Der gemeinsame Faktor, der den Indikatoren zugrunde liegt, kann durch eine Hauptkomponentenanalyse bestimmt werden (Pybus, 2011).

263. Die **Schätzungen des Faktormodells** deuten aktuell auf **positive Produktionslücken im Euro-Raum** hin und liegen recht deutlich über den Schätzungen der internationalen Institutionen. [↘ ABBILDUNG 32](#) Dies spiegelt vor allem die sich auf Rekordständen befindlichen Umfrageindikatoren, gestiegene Investitionen sowie fallende Arbeitslosenquoten wider. Die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe liegt ebenfalls auf einem hohen Niveau. Das Faktormodell ermittelt für alle vier großen Mitgliedstaaten der Währungsunion eine positive Produktionslücke. Demzufolge erlebt nicht nur Deutschland derzeit eine Hochkonjunkturphase. Womöglich ist in Frankreich und Italien das vergleichsweise geringe Wirtschaftswachstum der vergangenen Jahre stärker struktureller Natur gewesen, als die Schätzungen der Institutionen nahelegen.
264. Das Faktormodell erweist sich als geeignet, **Konjunkturphasen zeitnah zu bestimmen**. [↘ KASTEN 2](#) Insbesondere kann das Modell die deutliche Überauslastung der Jahre 2001 und 2007, die von der Europäischen Kommission, dem IWF und der OECD erst im Nachhinein festgestellt wurden, in Echtzeit erkennen. Dies liegt teilweise daran, dass zur Schätzung vor allem Umfrageindikatoren berücksichtigt werden, die anders als die meisten Größen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen keinen oder nur sehr geringen nachträglichen Revisionen unterliegen (Pybus, 2011; EZB, 2015; De Waziers, 2018). Zudem wird durch die Einbeziehung vieler Zeitreihen die Randwertproblematik reduziert, die sich bei univariaten Filterverfahren ergibt.
265. Wirtschaftliche Erholungsphasen nach Finanzkrisen dauern tendenziell länger an (Cerra und Saxena, 2008; Reinhart und Rogoff, 2009; Jordà et al., 2013; Romer und Romer, 2017). Dies spräche dafür, dass die Erholung im Euro-Raum noch einige Zeit anhalten könnte. Zudem deuten die **Ergebnisse** der Produktionslückenschätzung nicht notwendigerweise auf ein baldiges Ende des Aufschwungs hin und können **nicht als Anzeichen einer möglichen Rezession** gedeutet werden.

Befindet sich die Wirtschaftsleistung über ihrem trendmäßigen Wachstumspfad, ist zu erwarten, dass sich das Wachstum der Potenzialrate annähert. Für den Euro-Raum schätzt die Europäische Kommission derzeit eine Potenzialwachstumsrate von etwa 1,5 %. Ein höheres Wachstum dürfte sich vor dem Hintergrund einer mittelfristig rückläufigen Erwerbsbevölkerung daher nur durch größere Produktivitätsfortschritte als in den vergangenen Jahren erzielen lassen.

#### [↘ KASTEN 2](#)

##### Indikatorbasierte Produktionslückenschätzungen für den Euro-Raum

Die Produktionslücke ist eine wichtige Größe für die Geld- und Fiskalpolitik. Sie gibt über die Position der Volkswirtschaft im Konjunkturzyklus Auskunft und weist zugleich auf die zu erwartende Inflationsentwicklung hin. Die **Schätzung der Produktionslücke** in Echtzeit ist jedoch schwierig und stellt eine Herausforderung für die Konjunkturanalyse dar.

Das Ausmaß der gesamtwirtschaftlichen Auslastung kann auf verschiedene Weise bestimmt werden. Beim produktionstheoretischen Ansatz bestimmt sich die Produktionslücke aus der prozentualen Abweichung des BIP von seinem Potenzial, welches sich aus der Aggregation der Produktionsfaktoren Kapital, Arbeit sowie der geschätzten Faktorproduktivität ergibt (Breuer und Elstner, 2017). Der Vorteil dieser Methodik liegt in der detaillierten Modellierung der Produktionsfaktoren, insbesondere des Arbeitseinsatzes. Dadurch können die unterschiedlichen Beiträge zum Potenzialwachstum bestimmt werden. [↪ ZIFFERN 333 FF.](#) Andere **Methoden** schätzen mit Hilfe von Zeitreihenverfahren wie dem Hodrick-Prescott-Filter oder Zustandsraummodellen den Trendverlauf des BIP anstelle des Potenzials.

Zusätzlich können zur Bestimmung der Produktionslücke Unternehmensumfragen herangezogen werden (EZB, 2015; Ademmer et al., 2018). Als weitere Bestimmungsfaktoren bieten sich zudem Stimmungsindikatoren, Investitions- und Arbeitslosenquoten sowie verschiedene Preismaße an. In der Vergangenheit war vor allem die **Kapazitätsauslastung** im Verarbeitenden Gewerbe mit der ex post geschätzten **Produktionslücke hoch korreliert**. [↪ TABELLE 2](#) Ähnlich verhält es sich mit den Stimmungsindikatoren, die der Produktionslücke etwas vorlaufen. Andere Indikatoren wie die Inflationsrate oder die Arbeitslosenquote umfassen neben zyklischen strukturelle Komponenten und werden daher in dieser Analyse um den gleitenden Durchschnitt trendbereinigt. Für die Arbeitslosenquote zeigt sich zumindest in Frankreich, Italien und Spanien eine deutlich negative Korrelation mit der Produktionslücke. Die preislichen Indikatoren der gesamtwirtschaftlichen Auslastung laufen der Produktionslücke hingegen nach (Weiske, 2018).

[↪ TABELLE 2](#)

**Vorlaufeigenschaften ausgewählter Indikatoren der gesamtwirtschaftlichen Auslastung<sup>1</sup>**

Variable	Deutschland			Frankreich			Italien			Spanien		
	t-2	t-1	t	t-2	t-1	t	t-2	t-1	t	t-2	t-1	t
Kapazitätsauslastung <sup>2</sup>	-0,1	0,3	0,6	0,4	0,5	0,7	0,1	0,5	0,8	0,5	0,7	0,7
Auftragsbestände <sup>3</sup>	-0,2	0,3	0,3	0,5	0,6	0,6	0,2	0,6	0,7	0,6	0,7	0,6
Investitionsquote: Ausrüstungen <sup>4,5</sup>	-0,0	0,4	0,7	0,3	0,5	0,6	0,3	0,5	0,6	0,6	0,7	0,6
Investitionsquote: Bau <sup>4,5</sup>	-0,1	0,0	0,2	0,3	0,6	0,9	0,2	0,4	0,6	0,5	0,8	0,9
Stimmung: Industrie <sup>6</sup>	-0,1	0,3	0,3	0,5	0,6	0,5	0,2	0,6	0,6	0,7	0,8	0,5
Stimmung: Verbraucher <sup>6</sup>	-0,2	0,4	0,5	0,5	0,7	0,6	0,3	0,5	0,4	0,8	0,8	0,4
Kerninflation <sup>5,7,8</sup>	-0,3	-0,2	0,2	0,3	0,4	0,6	-0,2	-0,1	0,2	0,1	0,4	0,8
BIP-Deflator <sup>5,8</sup>	-0,3	-0,1	0,1	0,1	0,2	0,5	0,1	0,2	0,2	0,6	0,7	0,6
Arbeitslosenquote <sup>5,9</sup>	0,4	-0,0	-0,2	-0,4	-0,6	-0,8	-0,1	-0,4	-0,7	-0,7	-0,9	-0,9
Nachfragemangel <sup>10</sup>	-0,0	-0,3	-0,6	-0,2	-0,5	-0,8	-0,3	-0,6	-0,8	0,2	-0,5	-0,7

1 – Korrelation mit Produktionslückenschätzung der Europäischen Kommission, Stand: Frühjahr 2018. Zeitraum: 1991–2010. Die Schwellenwerte für die farbliche Hinterlegung sind >0,5 ■ und <-0,5 ■. Abweichungen rundungsbedingt.  
 2 – Laufendes Niveau der Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe. 3 – Beurteilung der Auftragsbestände in der Industrie. 4 – Investitionen in Relation zum nominalen BIP. 5 – Abweichung vom gleitenden 7-Jahresdurchschnitt.  
 6 – Indikatoren der wirtschaftlichen Einschätzung. 7 – Verbraucherpreisindex ohne Energie und Lebensmittel. 8 – Veränderung zum Vorjahr. 9 – Im Verhältnis zur Erwerbsbevölkerung. 10 – Anteil der Unternehmen, die Nachfragemangel als produktionshemmenden Faktor angeben.

Quellen: Europäische Kommission, Eurostat, OECD, eigene Berechnungen

**Daten zur Tabelle**

Die Produktionslücke kann auf verschiedene Weise aus den Indikatoren bestimmt werden. Eine Möglichkeit besteht darin, die Indikatoren entsprechend ihrer Korrelation mit der Produktionslücke zu gewichten. Alternativ kann der **Auslastungsgrad einer Volkswirtschaft mit Hilfe eines Faktormodells bestimmt** werden (Pybus, 2011). Dabei wird der Faktor durch eine Hauptkomponentenanalyse ermittelt, sodass der gemeinsame Faktor möglichst viel der Variation der unterschiedlichen Variablen erklärt. Weiske (2018) berücksichtigt 37 verschiedene Indikatoren für Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien. Diese umfassen Befragungen von Unternehmen im Verarbeitenden Gewerbe und im



Dienstleistungsbereich, Stimmungsindikatoren, Investitions- und Arbeitslosenquoten, Lohnstückkosten, verschiedene Inflationsmaße, die Zinsstruktur und den Composite Leading Indicator der OECD. Die Investitions- und Arbeitslosenquoten, das Wachstum der Lohnstückkosten sowie die Inflationsraten sind um ihre gleitenden Durchschnitte bereinigt.

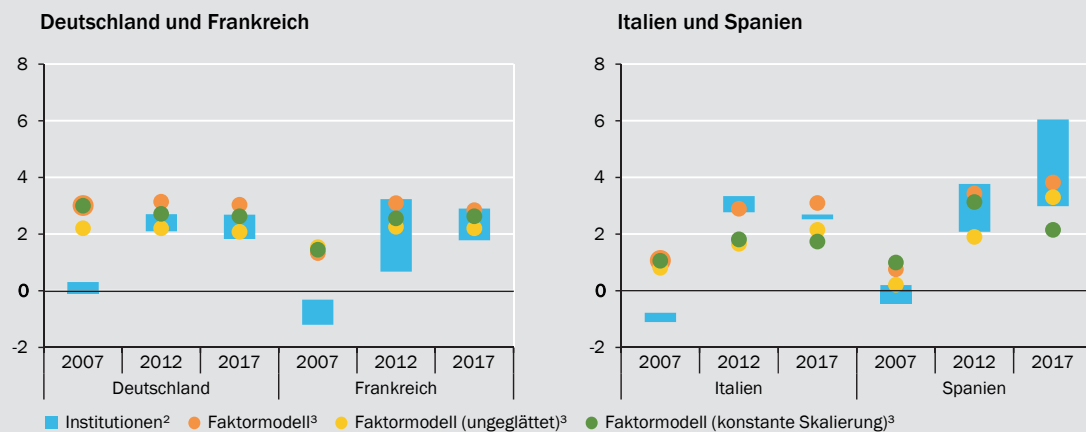
Die Indikatoren weisen keine gemeinsame Skala auf, sodass vor der Bestimmung des Faktors eine Normalisierung vorgenommen wird. Der geschätzte Faktor wird abschließend so skaliert, dass seine Standardabweichung der durchschnittlichen Standardabweichung der Produktionslückenschätzungen der Europäischen Kommission, des IWF und der OECD für das jeweilige Land entspricht. Ein Nachteil des Faktormodells besteht darin, dass die geschätzte Produktionslücke ein äußerst volatiles Potenzialwachstum mit sich bringt. Dies kann behoben werden, indem der Faktor so geglättet wird, dass das Potenzialwachstum dem zweiseitigen gleitenden 7-Jahresdurchschnitt der ursprünglichen Potenzialwachstumsrate entspricht.

Schätzungen des Faktormodells erweisen sich als **wenig revisionsanfällig**. Die zum jeweils vorhandenen Datenstand ermittelten Produktionslücken weichen nur geringfügig von den Schätzungen mit dem Datenstand des Jahres 2017 ab. Insbesondere im Vorkrisenjahr 2007 hätte das Faktormodell eine Überauslastung für die vier Länder festgestellt, während die Europäische Kommission, der IWF und die OECD erst im Laufe der Rezession der Jahre 2008 und 2009 zu dieser Einschätzung gekommen sind. [ABBILDUNG 33](#) Ein ähnliches Bild ergibt sich für das Jahr 2001, dem vorherigen konjunkturellen Hochpunkt. Die Glättung des Faktors beeinflusst die Echtzeitschätzung des Modells dabei nur geringfügig. Einen größeren Einfluss auf die Revisionsanfälligkeit der Echtzeitschätzungen hat die Skalierung des geschätzten Faktors. Grund dafür sind die zum jeweiligen Datenstand neu berechneten Standardabweichungen der Produktionslückenschätzungen von Europäischer Kommission, IWF und OECD.

ABBILDUNG 33

Produktionslückenschätzungen für das Jahr 2007 im Zeitverlauf

%<sup>1</sup>



1 – Im Verhältnis zum Potenzial. 2 – Bandbreite aus Minimum und Maximum der Schätzungen der Europäischen Kommission, des IWF und der OECD aus dem Herbst des jeweiligen Jahres. 3 – 30 Indikatoren; basierend auf den zum jeweiligen Zeitpunkt verfügbaren Daten. Echtzeitdaten für revisionsanfällige Indikatoren. Bei der geglätteten Schätzung entspricht die Potenzialwachstumsrate im Jahr t der durchschnittlichen Potenzialwachstumsrate der Jahre t-3 bis t+3, die durch das ungeglättete Faktormodell impliziert ist. Der Faktor wird mit der durchschnittlichen geschätzten Standardabweichung der Produktionslücke der Europäischen Kommission, des IWF und der OECD im jeweiligen Jahr skaliert. Bei der konstanten Skalierung wird die durchschnittliche Standardabweichung der Produktionslückenschätzungen aus dem Herbst 2001 verwendet.

Quellen: Europäische Kommission, IWF, OECD, Weiske (2018)

© Sachverständigenrat | 18-294

Daten zur Abbildung

## Langsam steigender Preisdruck

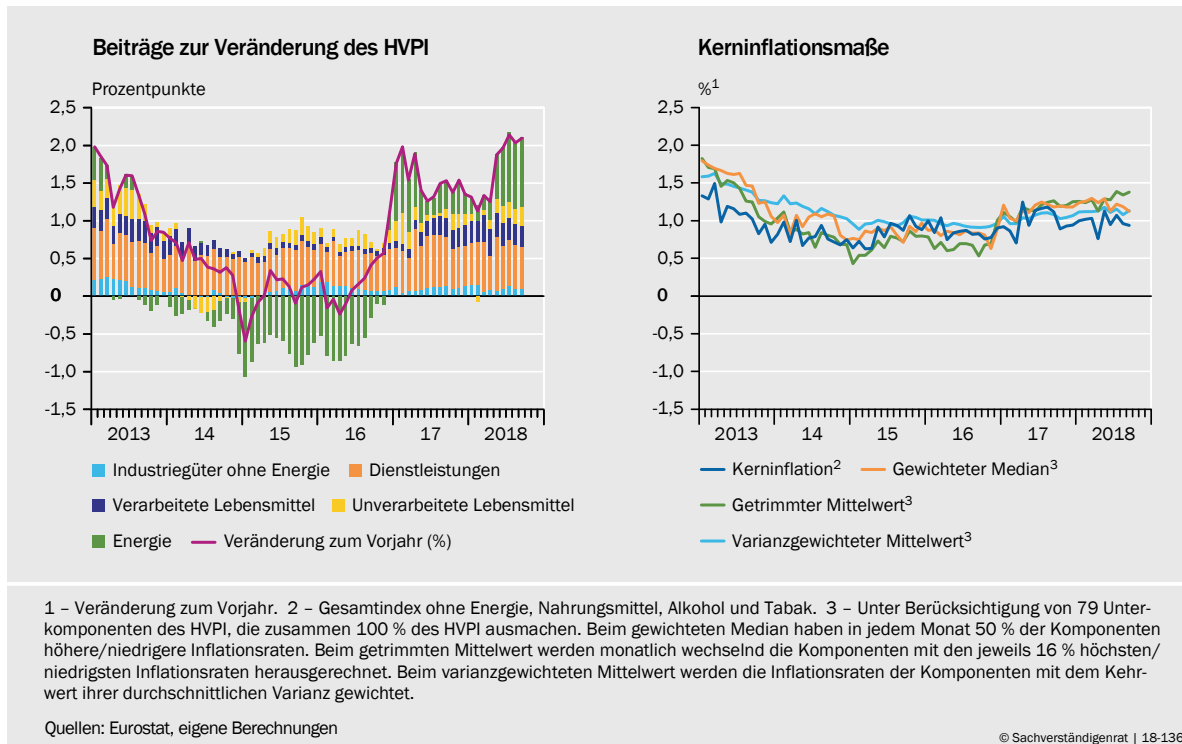
266. Die zunehmende Auslastung der Produktionskapazitäten sollte sich in einer stärkeren Preis- und Lohnentwicklung niederschlagen. Bislang ist jedoch insbesondere die **Entwicklung der Kerninflation moderat**. Der stärkere Anstieg der Verbraucherpreise in den vergangenen zwei Jahren ist vor allem auf höhere Energie- und Nahrungsmittelpreise zurückzuführen. [↘ ABBILDUNG 34 LINKS](#) Die Preise für Dienstleistungen und Industriegüter ohne Energie haben sich dagegen nur langsam erhöht, was vor allem der schwachen Preisentwicklung im Herbst 2017 geschuldet ist. Damals wirkten Sonderfaktoren, die temporär zu kräftigen Preisschwankungen bei einzelnen Komponenten führten, dämpfend auf die Kerninflation (Deutsche Bundesbank, 2017). Da die damit verbundenen Basiseffekte auslaufen, dürfte die Inflationsrate der Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel im vierten Quartal 2018 merklich ansteigen. Mit etwa 1,3 % dürfte sie dann 0,3 Prozentpunkte höher liegen als noch im dritten Quartal.
267. Für den an der Kerninflation gemessenen **gedämpften Preisdruck** gibt es verschiedene mögliche **Erklärungen**. So könnte die wirtschaftliche Überauslastung geringer sein, als dies Unternehmensumfragen oder Stimmungsindikatoren nahelegen. Auf Basis eines Phillips-Kurven-Modells ermitteln Jarociński und Lenza (2018) eine Produktionslücke im Euro-Raum von –6 % für Ende 2015. Umfragebasierte Schätzungen weisen für diesen Zeitraum hingegen keine signifikant negative Produktionslücke mehr auf (EZB, 2015). [↘ ABBILDUNG 32](#) Eine andere Erklärung bestünde darin, dass sich der strukturelle Zusammenhang zwischen Produktionslücke und Inflation vermindert hat. Ein solches **Abflachen der Phillips-Kurve** würde erklären, warum sich ausgelastete Produktionskapazitäten und geringe Arbeitslosigkeit nicht in einem stärkeren Preisdruck niederschlagen. Davon zu unterscheiden ist eine **temporäre Verschiebung der Phillips-Kurve**, die zum Beispiel durch Angebotsschocks ausgelöst worden sein könnte. Welche der Erklärungen zutrifft, ist empirisch allerdings nur schwer zu bestimmen (Praet, 2018).



Standardmaße für die Kerninflation lassen besonders volatile Komponenten wie Energie oder Nahrungsmittel unberücksichtigt. Daneben gibt es eine Vielzahl weiterer Kerninflationsmaße, die von einigen Zentralbanken regelmäßig veröffentlicht werden. Dazu zählen unter anderem der gewichtete Median sowie der getrimmte Mittelwert (Bryan und Cecchetti, 1994). Hierbei werden die verschiedenen Komponenten des Verbraucherpreisindex ihrer Inflationsrate im jeweiligen Monat entsprechend geordnet. Beim gewichteten Median weisen die Komponenten im Wert von 50 % des Warenkorbs eine höhere beziehungsweise niedrigere Inflationsrate als die ermittelte Kernrate auf. Beim getrimmten Mittelwert werden bei der Berechnung der durchschnittlichen Inflationsrate beispielsweise die 16 % der Komponenten mit den geringsten beziehungsweise höchsten Preissteigerungen nicht berücksichtigt. Der varianzgewichtete Mittelwert gewichtet die verschiedenen Komponenten umgekehrt proportional zu ihrer Varianz, sodass wenig volatile Komponenten ein hohes Gewicht erhalten.

▸ **ABBILDUNG 34**

**Verbraucherpreisinflation im Euro-Raum**



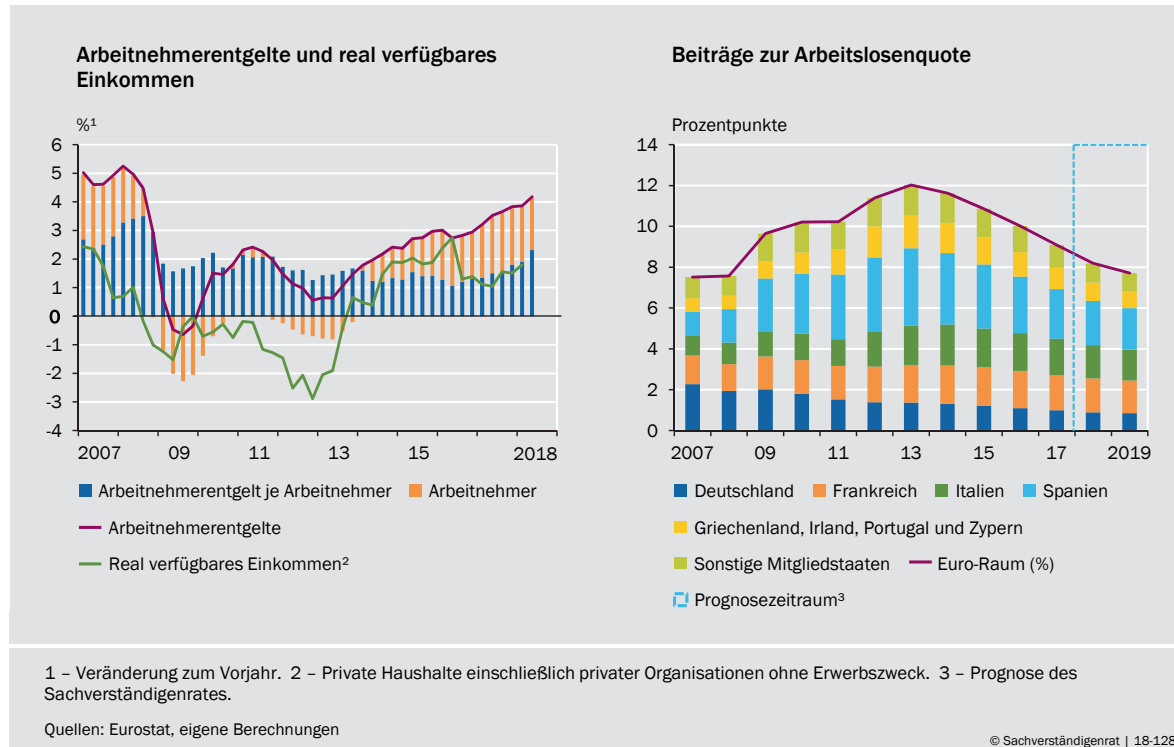
**Daten zur Abbildung**

268. Andere Kerninflationsmaße, wie beispielsweise der getrimmte Mittelwert oder der gewichtete Median, die von Sondereffekten weniger beeinflusst werden, weisen einen vergleichsweise stetigen Anstieg auf. ▸ **ABBILDUNG 34 RECHTS**

Daneben erhöhten sich die **Erzeugerpreise in der Industrie** von August 2017 bis August 2018 mit 4,2 % sehr kräftig. Besonders stark war hier allerdings mit 12 % der Anstieg im Energiesektor. Ohne den Energiesektor betrug der Preisanstieg in der Industrie 1,5 %. Der **BIP-Deflator** lag im 2. Quartal 2018 1,4 % über dem Niveau des Vorjahreszeitraums, nachdem der Anstieg in den Jahren 2016 und 2017 nur 0,7 % beziehungsweise 1,1 % betragen hatte. Trotz der im Vergleich zu den Vorkrisenjahren geringen Veränderungsrate zeigt sich hier ein stärkerer Preisanstieg als in der jüngeren Vergangenheit. ▸ **ABBILDUNG 49**

**Dynamische Lohn- und Beschäftigungsentwicklung**

269. Beim **Lohnwachstum** zeigt sich im Euro-Raum eine **positive Dynamik**, die zunehmend in Einklang mit einer vielerorts angespannten Arbeitsmarktsituation und der erhöhten Auslastung steht. Nach Jahren mit vergleichsweise geringen Zuwachsraten begannen die Löhne im zweiten Halbjahr 2017 stärker zu steigen. Im zweiten Quartal 2018 lagen die **Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer** 2,3 % über dem Niveau des Vorjahresquartals. Das Lohnwachstum erreichte damit den höchsten Wert seit dem Jahr 2011.
270. Die **Lohnstückkosten** stiegen ebenfalls deutlich stärker an als in den vergangenen Jahren. Im zweiten Quartal 2018 lagen sie 1,7 % höher als im gleichen Quartal des Vorjahrs. Die Lohnstückkosten stiegen dabei im Vergleich zu den Löhnen etwas verzögert an, da das Produktivitätswachstum im Jahr 2017 anzog.

▽ **ABBILDUNG 35**
**Lohn- und Beschäftigungsentwicklung im Euro-Raum**

**Daten zur Abbildung**

Diese zeitliche Abfolge deutet darauf hin, dass die positive Lohnentwicklung in den vergangenen Quartalen vor allem von einer gestiegenen Nachfrage und nicht von negativen Arbeitsangebotschocks, die insbesondere veränderte Friktionen bei der Lohnsetzung abbilden, bestimmt war (EZB, 2018). Dazu passt, dass der Beschäftigungsanstieg anhielt und die Firmen ihre Gewinnmargen trotz der höheren Löhne ausweiten konnten.

Sehr dynamisch entwickelten sich die Löhne in den mittel- und osteuropäischen EU-Mitgliedstaaten außerhalb des Euro-Raums. Mit Ausnahme Kroatiens stiegen die Nominallöhne im Vergleich zum Vorjahreszeitraum zuletzt um mehr als 7 % an. Die Arbeitsproduktivität erhöhte sich hingegen wesentlich langsamer, sodass die Lohnstückkosten in diesen Ländern recht kräftig angestiegen sind. Damit verteuern sich Outsourcing-Möglichkeiten für Unternehmen aus dem Euro-Raum.

271. Der **Beschäftigungsaufbau** im Euro-Raum hält weiter an und trägt etwa in demselben Umfang wie das Lohnwachstum zum Anstieg der Arbeitnehmerentgelte bei. ▽ **ABBILDUNG 35 LINKS** Das **steigende Wachstum der Arbeitseinkommen** war in den vergangenen Jahren eine wichtige Säule der **robusten Einkommensentwicklung** im Euro-Raum. Dagegen haben die höheren Inflationsraten seit Mitte 2016 das Wachstum des real verfügbaren Einkommens gebremst, nachdem sich vor allem der Verfall der Ölpreise in den Jahren 2014 und 2015 positiv auf das Realeinkommen der Haushalte ausgewirkt hatte (JG 2015 Ziffer 176).
272. Die **Arbeitslosenquote** ist im Jahresverlauf 2018 **weiter zurückgegangen** und dürfte im kommenden Jahr unter 8 % fallen. ▽ **ABBILDUNG 35 RECHTS** Zuletzt wurde diese Marke im Jahr 2008 unterschritten. Dabei gibt es weiterhin große

**Unterschiede zwischen den Mitgliedstaaten.** In Spanien ist die Arbeitslosenquote seit dem Jahr 2013 um mehr als zehn Prozentpunkte gefallen. Mit prognostizierten 14,5 % läge die Quote im Jahr 2019 allerdings immer noch etwa 6 Prozentpunkte oberhalb des Vorkrisenniveaus des Jahres 2007. Griechenland weist die mit Abstand höchste Arbeitslosenquote im Euro-Raum auf, wenngleich diese dort ebenfalls stark rückläufig ist. In Portugal könnte die Arbeitslosenquote dieses Jahr sogar den niedrigsten Stand seit 16 Jahren erreichen. Dagegen ist der Abbau der Arbeitslosigkeit in Frankreich und Italien nur langsam vorangeschritten.

### 3. Ausblick

273. Verschiedene **Konjunkturindikatoren** deuten auf einen **anhaltenden Aufschwung im Euro-Raum** hin. Unternehmen und Verbraucher beurteilen die wirtschaftliche Lage zwar weniger positiv als noch im Winter. Dennoch liegen diese Stimmungsindikatoren weiterhin oberhalb ihrer langjährigen Durchschnitte und signalisieren eine wirtschaftliche Expansion. Indikatorbasierte Kurzfristmodelle legen Quartalswachstumsraten von knapp 0,3 % im dritten und knapp 0,5 % im vierten Quartal 2018 nahe.

Für das Jahr 2018 erwartet der Sachverständigenrat ein Wachstum des **BIP** im Euro-Raum von 2,0 %. [TABELLE 3](#) Im Prognosezeitraum dürften die Vorjahresra-

▾ TABELLE 3

#### Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Erwerbslosenquote im Euro-Raum

Land/Ländergruppe	Gewicht in % <sup>1</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>2</sup>			Verbraucherpreise (HVPI) <sup>3</sup>			Erwerbslosenquote <sup>4</sup>		
		Veränderung zum Vorjahr in %						%		
		2017	2018 <sup>5</sup>	2019 <sup>5</sup>	2017	2018 <sup>5</sup>	2019 <sup>5</sup>	2017	2018 <sup>5</sup>	2019 <sup>5</sup>
<b>Euro-Raum<sup>6</sup></b>	<b>100</b>	<b>2,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>9,1</b>	<b>8,2</b>	<b>7,7</b>
darunter:										
Deutschland	29,3	2,2	1,6	1,5	1,7	1,8	2,0	3,8	3,4	3,2
Frankreich	20,5	2,2	1,6	1,6	1,2	2,2	2,0	9,4	9,1	8,8
Italien	15,3	1,6	1,1	0,9	1,3	1,4	1,7	11,2	10,3	9,6
Spanien	10,4	3,0	2,5	2,0	2,0	1,9	1,9	17,2	15,3	14,4
Niederlande	6,6	2,9	2,9	2,2	1,3	1,6	2,0	4,8	3,9	3,6
Belgien	3,9	1,7	1,6	1,6	2,2	2,3	2,3	7,1	6,3	6,3
Österreich	3,3	2,6	2,8	2,0	2,2	2,1	2,0	5,5	4,8	4,6
Irland	2,6	7,2	7,2	4,2	0,3	0,8	1,5	6,7	5,7	5,2
Finnland	2,0	2,8	2,7	2,0	0,8	1,2	1,5	8,5	7,6	7,4
Portugal	1,7	2,8	2,2	1,9	1,6	1,4	1,8	9,0	7,0	6,2
Griechenland	1,6	1,5	2,0	2,0	1,1	0,7	1,1	21,5	19,4	17,9
<b>Euro-Raum ohne Deutschland</b>	<b>70,7</b>	<b>2,6</b>	<b>2,1</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>11,0</b>	<b>9,9</b>	<b>9,3</b>

1 – Anteil des nominalen BIP des Jahres 2017 am nominalen BIP des Euro-Raums. 2 – Ist-Zahlen gemäß Eurostat. Prognosewerte für 2018 und 2019 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 2017. 5 – Prognose des Sachverständigenrates. 6 – Gewichteter Durchschnitt der 19 Mitgliedstaaten des Euro-Raums.

Quellen: Eurostat, eigene Berechnungen

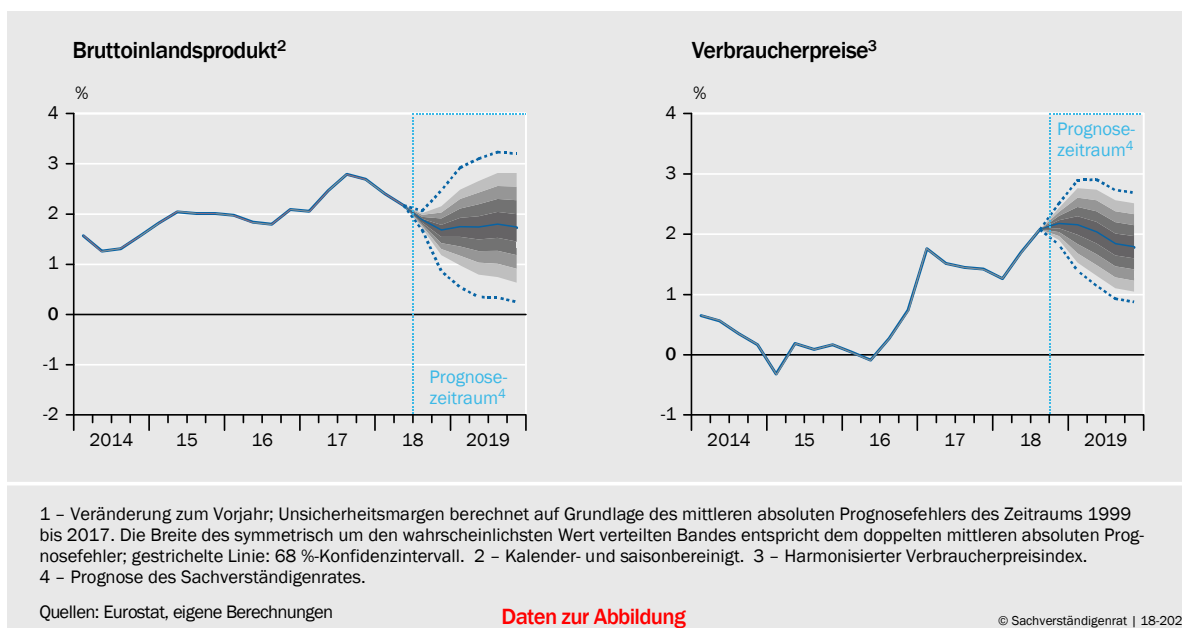
Daten zur Tabelle

© Sachverständigenrat | 18-199

ten leicht zurückgehen. [ABBILDUNG 36](#) Für das Jahr 2019 wird eine jahresdurchschnittliche Zuwachsrate von 1,7 % erwartet. Die **Inflationsrate** dürfte dieses Jahr bei 1,8 % und nächstes Jahr bei 1,9 % liegen. Dabei wird angenommen, dass die Rohölpreise im Prognosezeitraum gemäß der Preise für Terminkontrakte leicht zurückgehen werden. Für die **Kerninflation** erwartet der Sachverständigenrat nach einem Wert von 1,1 % im Jahr 2018 einen Anstieg auf 1,5 % im kommenden Jahr. Dies steht im Einklang mit der steigenden Auslastung der Produktionskapazitäten. Die Arbeitslosenquote dürfte weiter fallen, wenngleich in verringertem Ausmaß als bislang. Für die Jahre 2018 und 2019 wird für den Euro-Raum mit **Arbeitslosenquoten** von 8,2 % beziehungsweise 7,7 % gerechnet.

ABBILDUNG 36

Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise im Euro-Raum<sup>1</sup>





# LITERATUR

- [Ademmer, M. et al. \(2018\)](#), Mittelfristprojektion für Deutschland im Frühjahr 2018: Wachstum lässt nach – Konjunktur kühlt ab, Kieler Konjunkturberichte Nr. 42 (2018|1), Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- [Antolin-Diaz, J., T. Drechsel und I. Petrella \(2017\)](#), Tracking the slowdown in long-run GDP growth, *Review of Economics and Statistics* 99 (2), 343–356.
- [Bauer, M.D. und T.M. Mertens \(2018\)](#), Information in the Yield Curve about future recessions, FRBSF Economic Letter 2018–20, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- [BIZ \(2018\)](#), BIZ-Quartalsbericht September 2018, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel, 23. September.
- [BoE \(2018a\)](#), Monetary policy summary and minutes of the Monetary Policy Committee meeting ending on 12 September 2018, Bank of England, London.
- [BoE \(2018b\)](#), Inflation report – February 2018, Bank of England, London.
- [BoJ \(2018a\)](#), Strengthening the framework for continuous powerful monetary easing, Pressemitteilung, Bank of Japan, Tokio, 31. Juli.
- [BoJ \(2018b\)](#), Outlook for economic activity and prices April 2018, Bank of Japan, Tokio.
- [Born, B., G.J. Müller, M. Schularick und P. Sedláček \(2017\)](#), The costs of economic nationalism: evidence from the Brexit experiment, CESifo Working Paper No. 6780, München, aktualisierte Version vom 18. Juni 2018.
- [Breuer, S. und S. Elstner \(2017\)](#), Die Wachstumsperspektiven der deutschen Wirtschaft vor dem Hintergrund des demografischen Wandels – Die Mittelfristprojektion des Sachverständigenrates, Arbeitspapier 07/2017, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden.
- [Bryan, M.F. und S.G. Cecchetti \(1994\)](#), Measuring core inflation, in: Mankiw, N. G. (Hrsg.), *Monetary policy*, The University of Chicago Press, Chicago, 195–219.
- [Cabinet Office \(2018\)](#), Basic policy on economic and fiscal management and reform 2018, Cabinet Office – Government of Japan, 15. Juni.
- [CBO \(2018\)](#), An update to the economic outlook: 2018 to 2028, Congressional Budget Office, Washington, DC.
- [Cerra, V. und S.C. Saxena \(2008\)](#), Growth dynamics: the myth of economic recovery, *American Economic Review* 98 (1), 439–457.
- [Coibion, O., Y. Gorodnichenko und M. Ulate \(2017\)](#), The cyclical sensitivity in estimates of potential output, NBER Working Paper No. 23580, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- [De Waziers, D. \(2018\)](#), What do business surveys tell us about the position of the economy in the business cycle?, *Trésor-éco* No. 223, Ministère de l'Économie et des Finances.
- [Deutsche Bundesbank \(2018\)](#), Monatsbericht August 2018, Frankfurt am Main.
- [Deutsche Bundesbank \(2017\)](#), Monatsbericht November 2017, Frankfurt am Main.
- [Deutsche Bundesbank \(2014\)](#), Zur Verlässlichkeit der Schätzungen internationaler Organisationen zur Produktionslücke, Monatsbericht April 2014, Frankfurt am Main, 13–38.
- [Elstner, S., H. Michaelis und C.M. Schmidt \(2016\)](#), Das leere Versprechen der aktiven Konjunktursteuerung, *Wirtschaftsdienst* 96 (8), 534–540.
- [Europäische Kommission \(2018\)](#), Assessment of the 2018 stability programme for Italy, Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen (DG ECFIN), Brüssel.
- [EZB \(2018\)](#), The role of wages in the pick-up of inflation, *Economic Bulletin* 5/2018, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- [EZB \(2017\)](#), The composition of public finances in the euro area, *Economic Bulletin* 5/2017, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- [EZB \(2015\)](#), A survey-based measure of slack for the euro area, *Economic Bulletin* 6/2015, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.

- FOMC (2018a), Minutes of the Federal Open Market Committee Meeting held on July 31–August 1, Washington, DC.
- FOMC (2018b), Minutes of the Federal Open Market Committee Meeting held on September 25–26, Washington, DC.
- Grant, A.L. und J.C.C. Chan (2017), A Bayesian model comparison for trend-cycle decompositions of output, *Journal of Money, Credit and Banking* 49 (2–3), 525–552.
- IWF (2018a), World economic outlook, October 2018, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- IWF (2018b), Global financial stability report, October 2018, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- IWF (2018c), World economic outlook, April 2018 – Chapter 2: Labor force participation in advanced economies: Drivers and prospects, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- IWF (2018d), People’s Republic of China: 2018 Article IV consultation-press release; staff report; staff statement and statement by the Executive Director for the People’s Republic of China, Country Report No. 18/240, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- Jarociński, M. und M. Lenza (2018), An inflation-predicting measure of the output gap in the euro area, *Journal of Money, Credit and Banking* 50 (6), 1189–1224.
- Jordà, Ò., M. Schularick und A.M. Taylor (2013), When credit bites back, *Journal of Money, Credit and Banking* 45 (s2), 3–28.
- Kempkes, G. (2014), Cyclical adjustment in fiscal rules: some evidence on real-time bias for EU-15 countries, *FinanzArchiv: Public Finance Analysis* 70 (2), 278–315.
- Luo, S. und R. Startz (2014), Is it one break or ongoing permanent shocks that explains U.S. real GDP?, *Journal of Monetary Economics* 66 (C), 155–163.
- Ministero dell’Economia e delle Finanze (2018), Italy’s draft budgetary plan 2019, Rom, 15. Oktober.
- NBER (2018), US business cycle expansions and contractions, <http://nber.org/cycles/cyclesmain.html>, abgerufen am 17.9.2018.
- Praet, P. (2018), Economic developments in the euro area, Rede, Swiss Financial Analysts Association, Genf, 7. Mai.
- Pybus, T. (2011), Estimating the UK’s historical output gap, Working Paper Nr. 1, Office for Budget Responsibility, London.
- Reinhart, C.M. und K.S. Rogoff (2009), The aftermath of financial crises, *American Economic Review* 99 (2), 466–472.
- Romer, C.D. und D.H. Romer (2017), New evidence on the aftermath of financial crises in advanced countries, *American Economic Review* 107 (10), 3072–3118.
- Rudebusch, G.D. (2016), Will the economic recovery die of old age?, FRBSF Economic Letter 2016–03, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Weiske, S. (2018), Indicator-based estimates of the output gap in the euro area, Arbeitspapier 12/2018, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden, im Erscheinen.
- Wollmershäuser, T. et al. (2018), ifo Konjunkturprognose Sommer 2018: Gewitterwolken am deutschen Konjunkturhimmel, ifo Schnelldienst 71 (12), 33–87.