



# Konjunktur im Euroraum im Herbst 2015

**Kieler Konjunkturberichte Nr. 10 (2015 | Q3)**

# Inhalt

<b>Moderate Erholung im Euroraum</b>	<b>1</b>
<b><i>Kasten 1: Arbeitsmarkt in den Krisenländern: Zwischen Beschäftigungsaufbau und Auswanderung</i></b>	<b>3</b>
EZB bleibt bei lockerer Geldpolitik	4
Löhne steigen weiterhin nur verhalten	5
Trotz nachlassender Konsolidierung sinken die Haushaltsdefizite	6
Ausblick: Produktionsanstieg beschleunigt sich allmählich	8
<b><i>Kasten 2: „Juncker-Plan“: Die EU-Investitionsoffensive</i></b>	<b>10</b>
<b><i>Kasten 3: Typische Erholungsphasen der Unternehmensinvestitionen im Anschluss an normale Rezessionen und Banken Krisen</i></b>	<b>13</b>
Literatur	19

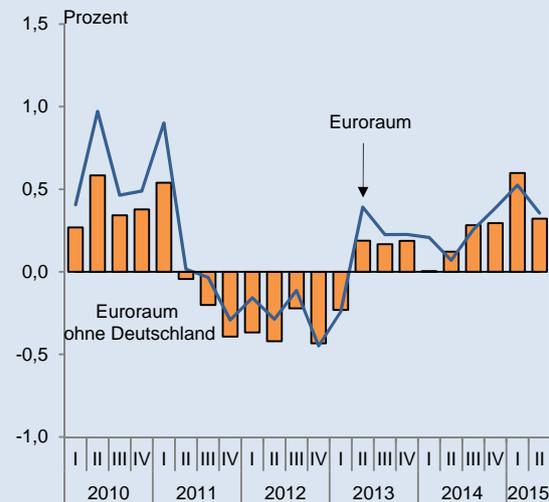
## Moderate Erholung im Euroraum

Jens Boysen-Hogrefe, Salomon Fiedler, Dominik Groll, Nils Jannsen, Stefan Kooths und Ulrich Stolzenburg

Die Konjunktur im Euroraum hat im bisherigen Verlauf des Jahres 2015 Tritt gefasst. Die Stimmungsindikatoren deuten darauf hin, dass sich die – allerdings nach wie vor moderate – Erholung in der zweiten Jahreshälfte 2015 fortsetzt. Der Aufschwung dürfte dabei an Breite gewinnen und zunehmend von der Binnenwirtschaft getragen werden. Die Konjunktur wird durch niedrige Zinsen und Ölpreise unterstützt, aber auch von dem nach wie vor vergleichsweise geringen Außenwert des Euro. Alles in allem erwarten wir eine Zunahme des Bruttoinlandsprodukts um 1,5 Prozent im laufenden Jahr. In den Jahren 2016 und 2017 dürfte sich die Expansion mit Raten von 1,7 Prozent und 2,0 Prozent noch etwas erhöhen. Die Lage am Arbeitsmarkt wird sich weiter verbessern, die Erwerbslosenquote sukzessive auf 9,9 Prozent im Jahr 2017 sinken. Die Verbraucherpreisinflation dürfte zwar infolge der zuletzt wieder gesunkenen Energiepreise kurzzeitig nochmals in die Nähe von null sinken. Gegen Jahresende wird die Inflation jedoch aller Voraussicht nach deutlich zulegen; für die Jahre 2016 und 2017 rechnen wir mit Preissteigerungsraten von 0,9 Prozent und 1,8 Prozent.

**Die wirtschaftliche Expansion hat sich zuletzt etwas verlangsamt.** Nach 0,5 Prozent im Vorquartal expandierte die gesamtwirtschaftliche Produktion im zweiten Quartal um 0,4 Prozent (Abbildung 1). Die privaten Konsumausgaben erhöhten sich um 0,4 Prozent, der Staatskonsum um 0,3 Prozent. Die Investitionstätigkeit der Unternehmen, die zu Jahresbeginn noch kräftig zugelegt hatte (1,4 Prozent), ging im vergangenen Quartal nun überraschend deutlich zurück (-0,5 Prozent). Dies wurde durch den Außenbeitrag jedoch mehr als aufgefangen, der rechnerisch 0,3 Prozentpunkte zur Expansion des Bruttoinlandsprodukts beitrug. So beschleunigte sich der Zuwachs bei den Exporten nach 1,1 Prozent im ersten Quartal

Abbildung 1:  
Bruttoinlandsprodukt 2010–2015



Quartalsdaten; kalender-, preis- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen.

auf 1,6 Prozent, während sich der Anstieg bei den Importen von 1,6 Prozent auf 0,9 Prozent verlangsamte.

**Ehemalige Programmländer expandierten vergleichsweise stark.** Die wirtschaftliche Aktivität erhöhte sich im zweiten Quartal 2015 in Italien (0,3 Prozent) sowie in Deutschland und Belgien moderat (0,4 Prozent). Demgegenüber war die konjunkturelle Dynamik in Frankreich, den Niederlanden und Österreich zuletzt gering, sodass die gesamtwirtschaftliche Produktion ungefähr stagnierte. Spanien, Irland und Portugal, die auf Finanzhilfen aus den Euro-Rettungsschirmen zurückgegriffen hatten, befinden sich dagegen auf einem stabilen Erholungspfad. Dies spiegelt sich auch auf den Arbeitsmärkten dieser Länder wider, wo die Erwerbslosenquote erkennbar zurückgeht (Kasten 1).

**Insbesondere Spanien verzeichnete in der ersten Jahreshälfte eine kräftige Expansion des Bruttoinlandsprodukts.** Die Zunahme der Wirtschaftstätigkeit mit Raten von 0,9 und 1,0 Prozent wurde dabei insbesondere vom privaten Konsum und den privaten Investitionen getragen. Spanien dürfte nun von den Reformanstrengungen der vergangenen Jahre profitieren, als beispielsweise auf dem Arbeitsmarkt und beim Standortwettbewerb zwischen spanischen Regionen verstärkt auf die Wirkung marktwirtschaftlicher Kräfte gesetzt wurde. Ein Bankenrestrukturierungsprogramm, das über den ESM finanziert wurde, konnte planmäßig abgeschlossen werden und wirkte stärkeren finanzwirtschaftlichen Hemmnissen entgegen. Von fiskalischer Seite sind seit 2012 keine zusätzlichen Konsolidierungsanstrengungen unternommen worden, sodass die Konjunkturdynamik von dieser Seite nicht gebremst wurde. Darüber hinaus wirken auch in Spanien einige unterstützende externe Faktoren: Niedrige Ölpreise, ein historisch niedriges Zinsniveau und eine für die Exporteure vorteilhafte Entwicklung der Wechselkurse. Hinzu kommt, dass die Tourismussaison – auch begünstigt durch anhaltende bzw. zunehmende politische Spannungen in einigen konkurrierenden Ländern der Mittelmeerregion (Türkei, Nordafrika) – bislang güns-

tig verlaufen ist. Hiervon profitieren neben Spanien auch andere südeuropäische Länder, in denen die Tourismusbranche eine besondere Bedeutung hat (z.B. Italien, Portugal, Griechenland).

**In Griechenland ist die konjunkturelle Situation unübersichtlich.** Aufgrund der großen Unsicherheit über eine Fortsetzung der Finanzhilfen und der Einführung von Kapitalverkehrskontrollen war eigentlich mit einem Rückgang der Wirtschaftstätigkeit gerechnet worden. Dennoch wurde im zweiten Quartal eine deutliche Zunahme von 0,9 Prozent gemeldet. Allerdings ging das nominale Bruttoinlandsprodukt aufgrund des starken Preisrückgangs weiter zurück – die getätigten Umsätze blieben somit trotz der realen Erhöhung rückläufig. Hinsichtlich der verwendungsseitigen Komponenten wurde eine auffällige Zunahme des privaten Konsums (1,1 Prozent) und des Staatsverbrauchs (3,8 Prozent) verzeichnet, während die private Investitionstätigkeit (-10,6 Prozent) und die Importe (-4,9 Prozent) im Quartalsvergleich deutlich zurückgingen. Als mögliche Begründung für den Anstieg des Bruttoinlandsprodukts im zweiten Quartal kommt in Betracht, dass die aufkommende politische Unsicherheit von Marktteilnehmern antizipiert wurde. Daraus ließe sich ableiten, dass einige Griechen ihre Bankeinlagen nicht ausschließlich abgehoben oder ins Ausland transferiert haben (was vielfach geschehen ist), sondern teilweise auch eine Flucht in Sachgüter stattgefunden hat, zu denen auch langlebige Konsumgüter zählen – beispielsweise durch vorgezogene Anschaffungen. Auch könnten Unternehmen, die nach Griechenland exportieren, im zweiten Quartal in Erwartung des politischen Konflikts der griechischen Regierung mit den Gläubigerstaaten vorsichtiger agiert haben, um offene Forderungen gegenüber griechischen Handelspartnern gering zu halten. Schließlich lässt die auffällige Zunahme des Staatsverbrauchs, die immerhin einen Expansionsbeitrag von 0,8 Prozent zum Bruttoinlandsprodukt ausmacht, Zweifel an der Robustheit des gemessenen Aufschwungs aufkommen. Zuvor entlassene Staatsbedienstete

**Kasten 1:****Arbeitsmarkt in den Krisenländern: Zwischen Beschäftigungsaufbau und Auswanderung\***

In den Ländern Griechenland, Irland, Portugal und Spanien, die sämtlich im Rahmen von Anpassungsprogrammen auf internationale Finanzhilfen zurückgreifen mussten, erholt sich der Arbeitsmarkt nach der großen Finanz- und Wirtschaftskrise inzwischen wieder. In Irland verringerte sich die saisonbereinigte Arbeitslosenquote seit ihrem Höchstwert Anfang des Jahres 2012 von 15,1 Prozent auf mittlerweile 9,5 Prozent (im Juli 2015). Ein ähnliches Bild zeichnet sich in Portugal ab, dessen Erwerbslosenquote (seit Anfang 2013) von 17,5 Prozent auf 12,1 Prozent gesunken ist. Spanien hat (seit Anfang 2013) über eine halbe Million weniger Arbeitslose ausgewiesen, so dass die Quote von 26,3 Prozent auf 22,2 Prozent zurückging. Selbst in Griechenland ist die Arbeitslosigkeit (seit Herbst 2013) von 27,9 Prozent auf etwa 25 Prozent (im Mai 2015) gesunken.

Bei genauerer Betrachtung zeigt sich jedoch, dass die dortigen Arbeitsmärkte auch von einer hohen Auswanderung entlastet wurden. In Portugal basiert der Rückgang der Arbeitslosenzahl, berechnet für die Jahre 2012 bis 2014, zu 56 Prozent auf einem Beschäftigungszuwachs, während in Spanien nur 44 Prozent des absoluten Rückgangs der Arbeitslosenzahl auf neuer Beschäftigung beruhen (Tabelle K1-1). Speziell in Spanien und Portugal hat zeitgleich eine starke Abwanderung von Personen im erwerbsfähigen Alter (15-64 Jahre) stattgefunden. So führen die negativen Migrationssalden in Spanien (-362 000 Erwerbspersonen) und in Portugal (-72 000) zu einem größeren Rückgang der Arbeitslosenzahl als der zeitgleiche Anstieg der Beschäftigung. Auch in Griechenland spielt die Auswanderung eine große Rolle. Hier wurde seit 2012 weiter Beschäftigung abgebaut, dennoch ging die Zahl der Arbeitslosen ebenfalls zurück – aufgrund der Emigration von 117 000 erwerbsfähigen Personen. Lediglich in Irland wurde im gleichen Umfang Beschäftigung aufgebaut, wie die Arbeitslosigkeit abgebaut wurde.

Strukturelle Probleme des Arbeitsmarkts von Jugend- und Langzeitarbeitslosigkeit bleiben weiterhin bestehen. Die Situation der Langzeitarbeitslosen in den südeuropäischen Ländern hat sich trotz partieller Erholung der Arbeitsmärkte nicht verbessert, und mehr als jeder zweite Erwerbslose hat seit mehr als zwölf Monaten keinen Zugang mehr zum Arbeitsmarkt gefunden – Tendenz steigend. Ein leichter Rückgang lässt sich zwar in der Jugendarbeitslosigkeit seit einigen Quartalen erkennen, sie bleibt jedoch sehr hoch.

**Tabelle K1-1:****Arbeitsmarktveränderungen 2012–2014**

	Erwerbspersonen (15–64 Jahre)	Migrationssaldo (15–64 Jahre)	Beschäftigung (15–64 Jahre)	Arbeitslosenzahl (15–64 Jahre)
Griechenland	-99 700	-117 300	-62 400	-37 400
Irland	-100	-61 000	+81 200	- 81 300
Portugal	-86 800	-71 600	+111 000	-197 900
Spanien	-313 800	-362 400	+249 900	-563 700

Quelle: Eurostat, *Arbeitskräfteerhebung*; eigene Berechnungen.

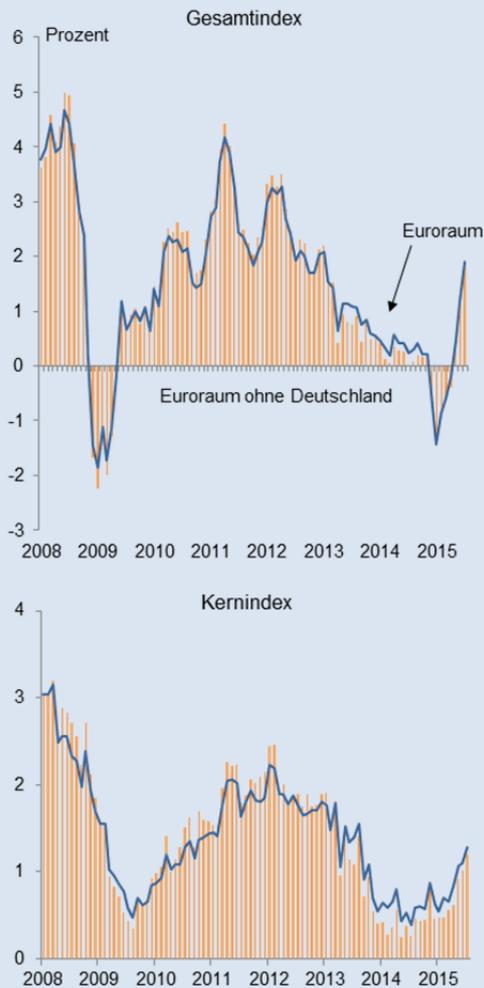
\*Die Analyse in diesem Kasten basiert maßgeblich auf Arbeiten von Philipp Paetzold, die im Rahmen seines Forschungspraktikums im Prognosezentrum des IfW entstanden sind.

sind teilweise wieder eingestellt worden, während der griechische Staat aus akuter Finanznot in erhebliche Zahlungsrückstände gegenüber inländischen Vertragspartnern geraten ist. Die weitere Entwicklung wird zeigen, wie die Expansion des diesjährigen zweiten Quartals bewertet werden muss.

**Die Preisentwicklung im Euroraum ist im Kern nicht deflationär.** Nachdem die Verbraucherpreise im ersten Quartal noch leicht zurückgingen, sind sie im zweiten Quartal wieder gestiegen (Abbildung 2). Die Kernrate der Inflation, bei der Energiepreisänderungen nicht zu Buche schlagen, ist seit Mitte 2014 in der Tendenz steigend und lag im Juli bei 1,3 Prozent. Der Preisrückgang zu Jahresbeginn war größtenteils dem kräftigen Rückgang des Ölpreises geschuldet.

Abbildung 2:

## Verbraucherpreise 2008–2015



Monatsdaten, saisonbereinigt; Veränderung in den vergangenen sechs Monaten; Jahresrate. Kernindex: Gesamtindex ohne Energie.

Quelle: EZB, Monatsbericht, Deutsche Bundesbank, Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen; eigene Berechnungen.

Da der Ölpreis nach einem Anstieg im zweiten Quartal zuletzt wieder nachgegeben hat, wird die Inflation im Verlauf des dritten Quartals voraussichtlich nochmals kurzzeitig in den negativen Bereich zurückfallen, um in der Folgezeit deutlich ins Plus zu drehen.

## EZB bleibt bei lockerer Geldpolitik

**Die EZB setzt ihr Lockerungsprogramm wie angekündigt um.** Die im März begonnenen Anleihekäufe durch das Eurosystem, die bis

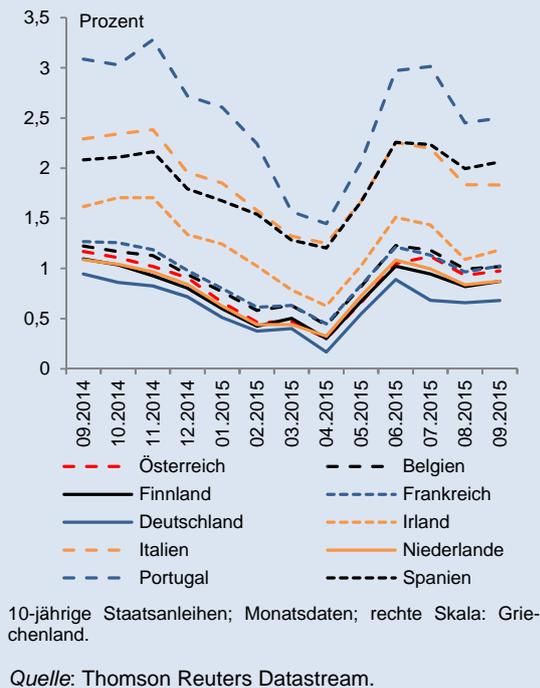
mindestens September 2016 laufen und ein Gesamtvolumen von 1,1 Bill. Euro erreichen sollen, verliefen für die Zentralbank bislang zufriedenstellend. Am dritten September kündigte die EZB an, die Obergrenze für Anleihekäufe in solchen Fällen von 25 Prozent je Serie auf 33 Prozent erhöhen zu wollen, in denen sie dadurch keine Sperrminorität erlangen würde. Dies solle die reibungslose Implementierung unterstützen. Im Großen und Ganzen sollte die Umsetzung der Anleihekäufe in der geplanten Höhe möglich sein; lediglich bei einigen kleineren Ländern sind Engpässe zu erwarten (Boysen-Hogrefe et al. 2015d). Außerdem signalisierte die Zentralbank ihre Bereitschaft, bei Bedarf Größe, Zusammensetzung und Dauer des Lockerungsprogramms anzupassen, wenn das Erreichen ihres Inflationsziels dauerhaft gefährdet sein sollte. Den Hauptrefinanzierungssatz wird die EZB wohl auf absehbare Zeit bei 0,05 Prozent belassen. Aus „Fünf-Jahre-Fünf-Jahre-Forward-Swaps“<sup>1</sup>, einem von der EZB häufig zitierten Indikator, lassen sich die mittelfristigen Markterwartungen für die Inflation ablesen. Zuletzt ergaben sich hier wieder Werte über 1,7 Prozent, womit die Zentralbank ihrem Inflationsziel recht nahekommen würde.

**Die Zinsen von Staatsanleihen im Euroraum steigen wieder.** Mit dem Anlaufen des Lockerungsprogramms sanken die Zinsen auf Staatspapiere der meisten Euroraumstaaten im März und April auf historische Tiefstände (Abbildung 3). Abgesehen von den Sonderfällen Griechenland und Zypern war Portugal das Land, welches die höchsten Zinssätze zu zahlen hatte; im April betrug die Rendite zehnjähriger portugiesischer Anleihen 1,46 Prozent. Für einen Großteil der Staaten fielen die Sätze im Frühjahr unter die Marke von einem Prozent; Deutschlands Zinsen waren auf nur noch 0,19 Prozent zurückgegangen. Seitdem haben sich die Renditen wieder etwas erhöht und befinden sich

<sup>1</sup> Diese Swaps bilden die heutigen Markterwartungen darüber ab, welche Inflationserwartungen in fünf Jahren für die dann folgenden fünf Jahre bestehen werden. Zurzeit beziehen sie sich also auf den Zeitraum von 2020 bis 2025.

nun in der Nähe ihrer Vorjahreswerte. So betragen die Zinssätze Portugals und Deutschlands aktuell 2,58 und 0,67 Prozent. Dies dürfte auch damit zusammenhängen, dass sich die Inflationserwartungen nach oben korrigiert haben.

**Abbildung 3:**  
Zinsen auf Staatsanleihen 9/2014–9/2015



**Erwartungen über eine spätere Straffung durch die US-Notenbank lassen den Außenwert des Euro steigen.** Zuletzt kam es zu einer Verschiebung der Markterwartungen über den Einstiegszeitpunkt und die Geschwindigkeit einer möglichen Straffung der amerikanischen Geldpolitik. Insbesondere bestehen erhebliche Zweifel daran, dass es tatsächlich zu einer ersten Leitzinserhöhung im September kommen wird (Gern et al. 2015: Kasten 2). Der Euro legte von einem Tief bei 1,06 Euro je US-Dollar im März auf einen Kurs von jüngst 1,12 zu, wohl auch in Folge der vorübergehenden Beilegung der Schuldenkrise in Griechenland. Auch gegenüber dem britischen Pfund kam es in den letzten zwei Monaten zu einer Aufwertung. Allerdings notiert die Gemeinschaftswährung gegenüber Dollar und Pfund weiterhin deutlich niedriger als noch vor einem Jahr. Nominal effektiv legte der Euro seit April etwa 5,5

Prozent zu. Damit steht er noch etwa 5,2 Prozent niedriger als vor einem Jahr.

## Löhne steigen weiterhin nur verhalten

**Die Lohnentwicklung im Euroraum hat sich zuletzt auf niedrigem Niveau stabilisiert.** Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer hat im ersten Quartal (jüngere Zahlen liegen noch nicht vor) mit 1,4 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal etwas stärker zugelegt als im vorangegangenen Quartal. Damit hat der Lohnanstieg zum ersten Mal seit Ende 2013 zugenommen, wenngleich nur sehr geringfügig. Die Tarifverdienste, welche bereits für das zweite Quartal 2015 bekannt sind, stiegen mit 1,5 Prozent nur unwesentlich schneller.

**Die Lohnentwicklung in den von hoher Arbeitslosigkeit betroffenen Mitgliedstaaten verläuft weiterhin deutlich schwächer als im Durchschnitt des Währungsgebiets.** In Griechenland und Zypern dürften die Lohnkosten in diesem Jahr weiter sinken. In Portugal und Spanien werden sie nach Rückgängen im vergangenen Jahr wohl leicht zunehmen. Auch in Frankreich, Italien und Irland ist die Lohnentwicklung weiterhin gedämpft.

**Im kommenden Jahr wird sich der Lohnanstieg im Euroraum insgesamt etwas verlangsamen.** Wir rechnen mit einem Zuwachs der Lohnkosten von 1,5 Prozent, nach 1,8 Prozent in diesem Jahr (Tabelle 1). Die Verlangsamung ist jedoch maßgeblich auf den Wegfall des Mindestlohneffekts in Deutschland zurückzuführen, der in diesem Jahr für einen erhöhten Lohnkostenanstieg gesorgt hat. Im Euroraum ohne Deutschland dürfte der Lohnanstieg angesichts der weiterhin hohen Arbeitslosigkeit in den anderen großen Mitgliedstaaten auf niedrigem Niveau verharren. Am höchsten wird die Lohndynamik weiterhin in den baltischen Staaten sein, wo die Zuwächse wohl bei 5 bis 7 Prozent liegen werden. Im Jahr 2017 dürften die Löhne im Zuge der kräftigeren konjunkturellen Dynamik, der fortschreitenden Erholung an den

Arbeitsmärkten sowie der anziehenden Inflation wieder stärker steigen.

**Tabelle 1:**  
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im Euroraum  
2014–2017

	2014	2015	2016	2017
Deutschland	2,6	3,0	2,2	3,1
Frankreich	1,4	1,3	1,2	1,2
Italien	0,7	1,4	0,7	1,0
Spanien	-0,3	0,4	0,6	0,8
Niederlande	2,0	1,9	2,0	2,2
Belgien	1,0	0,6	1,5	2,0
Österreich	1,7	1,9	2,1	2,3
Finnland	1,4	1,0	0,8	1,0
Griechenland	-1,6	-0,8	0,0	0,5
Portugal	-1,4	1,6	1,5	2,0
Irland	1,8	1,1	1,5	2,0
Slowakei	3,4	3,0	4,0	4,5
Luxemburg	1,9	1,0	2,0	2,5
Slowenien	1,1	0,8	1,0	1,1
Litauen	4,8	4,4	5,0	5,2
Lettland	8,2	5,4	5,5	6,0
Estland	7,7	6,2	7,0	7,5
Zypern	-4,7	-2,7	-1,0	0,0
Malta	0,1	0,8	1,5	2,0
Euroraum	1,5	1,8	1,5	1,9
Euroraum ohne Deutschland	1,0	1,2	1,2	1,4

Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent).

Quelle: EZB, *Statistical Data Warehouse*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

**Tabelle 2:**  
Arbeitskosten und Produktivität im Euroraum 2014–  
2017

	2014	2015	2016	2017
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer				
Euroraum	1,5	1,8	1,5	1,9
Euroraum ohne Deutschland	1,0	1,2	1,2	1,4
Arbeitsproduktivität				
Euroraum	0,3	0,8	1,1	1,1
Euroraum ohne Deutschland	0,1	0,9	1,1	1,0
Lohnstückkosten				
Euroraum	1,2	0,9	0,4	0,8
Euroraum ohne Deutschland	0,9	0,3	0,1	0,4

Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent).

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

**Die Lohnstückkosten legen im Prognosezeitraum kaum zu.** Die Arbeitsproduktivität wird im Euroraum in diesem Jahr wohl mit einer Rate von 0,8 Prozent zunehmen, so dass die Lohnstückkosten um 0,9 Prozent steigen werden (Tabelle 2). Im Euroraum ohne Deutschland

werden die Lohnstückkosten aufgrund der schwächeren Lohnentwicklung merklich langsamer anziehen. In den kommenden zwei Jahren wird sich an diesem Tempo wohl nur wenig ändern.

## Trotz nachlassender Konsolidierung sinken die Haushaltsdefizite

**Die Budgetdefizite dürften im Jahr 2015 angesichts der konjunkturellen Erholung weiter sinken.** Zudem entlastet das anhaltend niedrige Zinsniveau die zum Teil hoch verschuldeten öffentlichen Haushalte im Euroraum. Zwar sind die wesentlichen Anleihezinsen im Vergleich zum April dieses Jahres gestiegen, doch sind sie weiterhin deutlich niedriger als die durchschnittliche Verzinsung der ausstehenden Schuldtitel, so dass Neuemissionen zur Ablösung auslaufender Schuldtitel derzeit im Regelfall die Zinslast mindern (Boysen-Hogrefe et al. 2015b: Kasten 2).

**Die Finanzpolitik belastet das Budget.** In vielen Mitgliedsländern ist die Finanzpolitik derzeit eher expansiv ausgerichtet. So wurde in Spanien in diesem Jahr in zwei Stufen eine umfassende Steuerreform durchgeführt, in der die Steuersätze der Einkommen- und Körperschaftsteuer merklich gesenkt wurden. Der strukturelle Budgetsaldo Spaniens dürfte sich im laufenden Jahr spürbar verschlechtern – wegen des Wegfalls von Einmaleffekten und der guten konjunkturellen Lage in Spanien wird das Budgetdefizit aber weiterhin zurückgehen (Tabelle 3). Ebenfalls gesenkt wurden die Steuern in Italien, was aber überwiegend durch geringere Ausgaben ausgeglichen wurde, so dass sich das Budgetdefizit trotz der anhaltend schwachen wirtschaftlichen Dynamik vermindern dürfte. Weiterhin konsolidiert wird, wenn auch in geringem Tempo, in Frankreich. Sowohl der Budgetsaldo als auch der strukturelle Budgetsaldo dürften sich im Vergleich zum Jahr 2014 verbessern.

**Tabelle 3:**  
**Budgetsaldo des Staates im Euroraum 2014–2017**

	2014	2015	2016	2017
Deutschland	0,3	1,0	0,5	0,7
Frankreich	-4,0	-3,8	-3,8	-3,5
Italien	-3,0	-2,5	-2,0	-2,2
Spanien	-5,8	-4,5	-3,7	-3,3
Niederlande	-2,3	-1,5	-1,3	-1,1
Belgien	-3,2	-2,5	-2,3	-2,1
Österreich	-2,4	-1,9	-1,9	-1,7
Finnland	-3,2	-3,6	-3,4	-3,1
Griechenland	-3,5	-2,2	-3,0	-2,9
Portugal	-4,1	-2,4	-2,4	-2,5
Irland	-4,5	-3,1	-3,0	-2,8
Slowakei	-2,9	-2,7	-2,6	-2,5
Luxemburg	0,6	0,5	0,1	0,1
Slowenien	-4,9	-2,7	-2,4	-2,4
Litauen	-0,7	-1,9	-0,8	-0,5
Lettland	-1,4	-1,2	-1,5	-1,5
Estland	0,6	-0,4	-0,2	0,1
Zypern	-8,8	-0,3	0,3	0,5
Malta	-2,1	-2,0	-1,7	-1,5
Euroraum	-2,5	-1,9	-1,9	-1,7
Euroraum ohne Deutschland	-3,7	-3,0	-2,8	-2,7

Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

**Für den Euroraum insgesamt rechnen wir 2015 mit einem Budgetdefizit von 1,9 Prozent nach 2,5 Prozent im Jahr zuvor.** Das strukturelle Budgetdefizit dürfte hingegen leicht zulegen. Im Euroraum ohne Deutschland ist die Reduktion des Budgetdefizits von 3,7 Prozent im Jahr 2014 auf 3,0 Prozent im Jahr 2015 ähnlich ausgeprägt. Die – wenn auch geringe – Differenz geht vor allem auf Einmaleffekte in Deutschland zurück (Boysen-Hogrefe et al. 2015c).

**In den Jahren 2016 und 2017 setzt sich angesichts der zunehmenden wirtschaftlichen Dynamik die moderate Verbesserung der Budgets fort.** Die Finanzpolitik wird aber zunehmend expansiver. So hat die Regierung Renzi in Italien weitere Steuersenkungen angekündigt, Ausgabenkürzungen zum Ausgleich der resultierenden Mindereinnahmen hingegen nicht weiter spezifiziert. Auch in Frankreich wurden jüngst Forderungen nach weiteren Steuersenkungen erhoben. Zudem hat die Regierung Rajoy in Spanien für den Fall eines Wahlsiegs in den anstehenden Parlamentswahlen im

Herbst zusätzliche Ausgabenprogramme versprochen. Wir rechnen damit, dass die strukturellen Budgetdefizite in einer Reihe von Ländern zulegen werden. Das anhaltend niedrige Zinsniveau und die im Vergleich zu den Vorjahren bessere wirtschaftliche Lage verhindert aber ein Steigen der Budgetdefizite. Für den Euroraum insgesamt rechnen wir im Jahr 2016 mit einem unveränderten Budgetdefizit von 1,9 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Im Euroraum ohne Deutschland liegt es mit 2,8 Prozent erstmals seit Beginn der Finanzkrisen unter der im Maastricht-Vertrag festgelegten Marke von 3 Prozent. Im Jahr 2017 ist mit einem leicht sinkenden Budgetdefizit im Euroraum insgesamt, wie auch im Euroraum ohne Deutschland zu rechnen (1,7 Prozent bzw. 2,7 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt). Erneut dürfte die Finanzpolitik keinen Beitrag zur Verbesserung des Budgets leisten.

**Die Finanzpolitik befindet sich im Spannungsfeld zwischen Reformprogramm und Wahlgewinnen.** Die Bemühungen insbesondere der Regierung Renzi in Italien, aber auch der französischen Regierung, die Last der Bürger aus direkten Steuern zu senken und zugleich Staatsausgaben zu begrenzen, klingen vielversprechend und lassen zumindest eine qualitative Konsolidierung der Staatsfinanzen erkennen. Gerade Italien und Frankreich zeichnen sich durch hohe Abgabenquoten aus, was die wirtschaftliche Dynamik tendenziell hemmt. Allerdings wurden in den jüngsten Ankündigungen zu Steuersenkungen in Italien und Frankreich keine eindeutigen Aussagen zu entsprechenden Ausgabenkürzungen mehr gemacht. Im Falle Italiens hat die Europäische Kommission bereits im Frühjahr auf ein resultierendes Haushaltsrisiko hingewiesen (Europäische Kommission 2015). Ferner hat Präsident Hollande Steuersenkungen in Aussicht gestellt, deren Mindereinnahmen durch die erwartete zusätzliche wirtschaftliche Dynamik kompensiert werden sollen. Allerdings hat Finanzminister Sapin dem widersprochen und weitere Steuersenkungen von Ausgabenkürzungen abhängig gemacht.

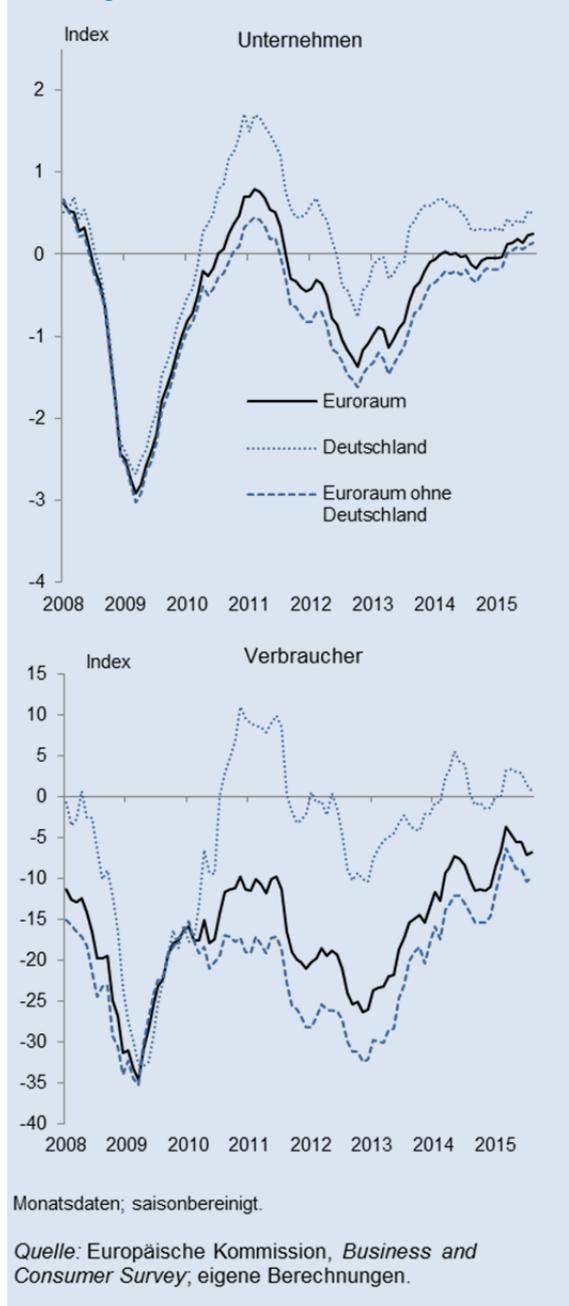
**Die Finanzpolitik dürfte angesichts der konjunkturellen Erholung und der Niedrigzinsphase tendenziell die Konsolidierungsbemühungen zurückfahren.** Deutlich hervorsteicht dies in Spanien, wo nicht nur Steuersenkungen erfolgt sind, sondern auch Mehrausgaben für die Zeit nach den Wahlen in Aussicht gestellt wurden, und dies obwohl der Bruttoschuldenstand Spaniens bald rund 100 Prozent des Bruttoinlandsprodukts erreichen wird. Der Schwenk zu einer expansiveren Finanzpolitik während der anhaltenden Niedrigzinsphase birgt dabei die Gefahr, dass die Folgen einer Zinswende unterschätzt werden und gerade hochverschuldete Staaten dann finanzpolitisch in eine Schieflage geraten könnten.

### Ausblick: Produktionsanstieg beschleunigt sich allmählich

**In den kommenden Monaten dürfte sich die Konjunktur weiter festigen.** Dafür spricht, dass sich die Stimmung der Unternehmen sowohl in Deutschland als auch im übrigen Euroraum jüngst weiter verbessert hat. (Abbildung 4). Die Verbraucher beurteilen ihre Lage zudem optimistischer als noch gegen Ende des vergangenen Jahres, wenngleich der erkennbare Aufwärtstrend beim Verbrauchervertrauen zur Jahresmitte unterbrochen wurde. Auch der EUROFRAME-Indikator deutet für die kommenden Monate auf eine moderate Zunahme der wirtschaftlichen Aktivität hin (Abbildung 5). Der Euroraum profitiert außerdem weiterhin vom anhaltend niedrigen Ölpreis. Dieser Effekt wird allerdings von Land zu Land unterschiedlich stark ausfallen, da die Ausgaben für Öl im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung zwischen 2,5 Prozent und etwa 5 Prozent variieren. Demnach dürften Belgien, Portugal, die Niederlande und Spanien überdurchschnittlich von dem Energiepreiserückgang profitieren. Hingegen werden die stimulierenden Effekte für Italien, Österreich und Irland wohl geringer ausfallen.

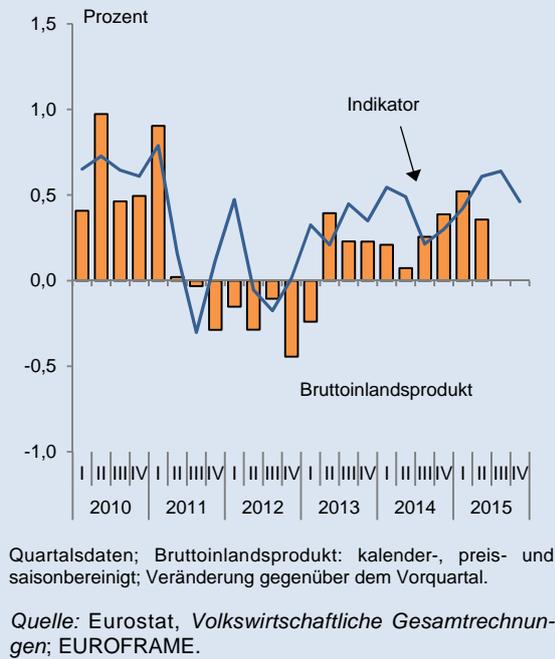
**Die Erholung dürfte zusehends von der inländischen Verwendung getragen werden.**

Abbildung 4:  
Stimmungsindikatoren 2008–2015



Der private Verbrauch dürfte neben den Kaufkraftzuwächsen infolge des starken Rückgangs der Energiepreise auch von der voranschreitenden Belebung am Arbeitsmarkt und dem leicht verstärkten Lohnanstieg profitieren. Die Finanzpolitik verringert über den gesamten Prognosezeitraum hinweg ihre Konsolidierungsanstrengungen und ist damit leicht expansiv ausgerichtet.

**Abbildung 5:**  
EUROFRAME-Indikator und Bruttoinlandsprodukt im  
Euroraum 2010–2015



**Die EU-Investitionsinitiative dürfte keine nennenswerten zusätzlichen Impulse geben.** Der Europäische Fonds für Strategische Investitionen (EFSI, „Juncker-Plan“), wird nach unserer Einschätzung kaum nennenswerte Netto-Effekte auf die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum entfalten (Kasten 2). Unabhängig von dem im Herbst anlaufenden Investitionsprogramm erwarten wir für den Prognosezeitraum eine deutliche Zunahme der privaten Investitionstätigkeit. Begünstigt wird diese Entwicklung durch anhaltend gute Kreditvergabekonditionen. Zwar ist der Bankensektor insbesondere in südeuropäischen Ländern nach wie vor von einem vergleichsweise hohen Anteil notleidender Kredite betroffen, aufgrund der sehr expansiven Geldpolitik der EZB ist Liquidität allerdings reichlich vorhanden. Mit dem weiteren Abklingen der Unsicherheit über die währungspolitische Stabilität des Euroraums und vor dem Hintergrund der weiter verbesserten unternehmerischen Stimmungslage dürfte die Investitionstätigkeit somit wieder spürbar zunehmen. Die Steigerung der Investitionstätigkeit bleibt

dennoch moderat, denn Investitionen erholen sich nach Banken- bzw. Finanzkrisen typischerweise langsamer als nach gewöhnlichen Rezessionen (Kasten 3). Es ist nicht zu erwarten, dass die – gemessen am Vorkrisentrend – unterbliebenen Investitionen der vergangenen Jahre nun nachgeholt werden.

**Der Außenhandel wird sich weiter beleben.** Die Wareneinfuhren dürften von der moderaten Zunahme des Welthandels profitieren. Darüber hinaus unterstützt der weiterhin niedrige Außenwert des Euro gegenüber den wichtigsten Handelspartnern die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen. Für den Prognosezeitraum erwarten wir daher einen weiteren Zuwachs bei den Exporten. Rein rechnerisch wird der Außenhandel dennoch kaum zur Expansion der Bruttoinlandsprodukts beitragen, da mit der Belebung der inländischen Verwendung auch die Importe stärker zulegen dürften.

**Die weitere Entwicklung in Griechenland hängt vom Ausgang der bevorstehenden Parlamentswahl ab.** Mit dem dritten Hilfsprogramm ist ein Staatsbankrott vorläufig abgewendet worden und der Prozess der Schuldenerleichterung wird fortgesetzt (Fiedler und Kooths 2015). Entscheidend für den Fortgang in Griechenland wird sein, ob es gelingt, nach der Wahl am 20. September eine stabile Regierung zu bilden, welche sich zur Umsetzung der verabredeten Reformen bekennt, sodass die Unsicherheit über einen Verbleib Griechenlands im Euroraum in den Hintergrund rückt. Diese politische Unsicherheit hat sich in der Vergangenheit vermutlich stark negativ auf die wirtschaftliche Entwicklung Griechenlands ausgewirkt (Boysen-Hogrefe und Stolzenburg 2015). Für die Bildung einer stabilen, pro-europäischen Regierung spricht, dass sich mit Syriza nun eine weitere bedeutsame Partei dem Reformkurs zugewandt hat. Sollte eine solche reformorientierte Regierungsbildung gelingen, erwarten wir für Griechenland – bei zurückgehender politischer und wirtschaftlicher Unsicherheit und begleitet von einem schrittweisen Abbau der Kapitalverkehrs-

**Kasten 2:****„Juncker-Plan“: Die EU-Investitionsoffensive**

Angesichts rückläufiger Investitionsquoten seit der weltweiten Finanzkrise wird die Frage einer möglichen Investitionslücke prominent diskutiert. Hintergrund ist die Investitionsquote, gemessen als Anteil an der Wirtschaftsleistung, die für den gewichteten Durchschnitt der 28 EU-Länder zwischen 1995 und 2007 überwiegend zwischen 21 und 22 Prozent geschwankt hat (Eurostat). Seit einigen Jahren ist dieser Korridor deutlich unterschritten worden, sodass die Investitionsquote 2014 nur 19,3 Prozent betrug. In einer Pressemitteilung vom 13.01.2015 analysiert die EU-Kommission die Situation so, dass Investitionen durch höhere Unsicherheit bezüglich des ökonomischen Ausblicks und durch hohe öffentliche und private Verschuldung zurückgehalten würden. Um dies zu ändern, ist ein Maßnahmenpaket geplant, das mit dem Namen des amtierenden Kommissionspräsidenten Jean-Claude Juncker verbunden wird. Ziel ist, in den kommenden drei Jahren über 300 Mrd. Euro an zusätzlichen Investitionen zu mobilisieren. Das zusätzliche kumulative BIP der EU-Länder (verteilt über mehrere Jahre) soll dadurch um 330-410 Mrd. Euro höher liegen als unter einem Basisszenario ohne Investitionsprogramm. Gleichzeitig sollen zeitweilig über eine Million zusätzliche Jobs entstehen. Der folgende Abschnitt skizziert das Maßnahmenpaket und seine Rahmenbedingungen, die z.B. durch das BMF (2015) noch detailreicher beschrieben werden.

**Ausgestaltung**

**Finanzierung:** Das Finanzvolumen des „Europäischen Fonds für Strategische Investitionen“ (EFSI) beträgt insgesamt 21 Mrd. Euro. Davon stammen 5 Mrd. von der Europäischen Investitionsbank (EIB) und 16 Mrd. als Garantie aus dem EU-Budget. Der EU-Anteil wird zunächst nur zur Hälfte (8 Mrd. Euro) in einem sogenannten EU-Garantiefonds bereitgestellt, um Auszahlungen schnell abwickeln zu können. Zu diesem Zweck werden 5 Mrd. EUR aus bestehenden EU-Finanzierungsprogrammen („Horizon 2020“ und „Connecting Europe“) sowie 3 Mrd. EUR aus der Flexibilitätsmarge des EU-Haushalts umgeschichtet. Die Finanzmittel des EFSI in Höhe von 21 Mrd. Euro werden EU-weit und über wenigstens drei Jahre verteilt eingesetzt. Setzt man dies ins Verhältnis zur Wirtschaftskraft aller EU-Länder (etwa 14.000 Mrd. Euro pro Jahr), dann sind es letztlich nur 0,05% der Wirtschaftsleistung, die „in die Hand genommen“ werden, um wirtschaftspolitisch Einfluss zu nehmen. Bei dieser geringen makroökonomischen Größenordnung ist natürlich fraglich, ob eine nennenswerte Wirkung auf die Gesamtwirtschaft erwartet werden kann.

**Struktur und Projektauswahl:** Geförderte Investitionsprojekte werden von der EIB ausgewählt und betreut. Diese durchlaufen dabei den gewöhnlichen Projektzyklus der EIB und unterliegen denselben Governance-Regeln. Ob ein Projekt durch den EFSI gefördert wird, entscheidet ein achtköpfiges „unabhängiges Expertengremium“ – der Investitionsausschuss. Von den angestrebten 315 Mrd. Euro an mobilisiertem Investitionskapital sollen 240 Mrd. in erster Linie in strategische Infrastrukturprojekte fließen, die restlichen 75 Mrd. Euro an KMUs und Unternehmen mit mittlerer Kapitalisierung. Der EFSI fördert Projekte in der gesamten EU – es gibt keine Quoten für Länder, Regionen oder Sektoren. Projekte sollen nur gefördert werden, wenn sie ohne EU-Unterstützung nicht realisierbar sind („Zusätzlichkeit“) und nach Möglichkeit private Finanzmittel mobilisieren. Sie müssen überzeugen durch Rentabilität, Solidität, Plausibilität und einem Beitrag zu den „wachstumsfördernden Schlüsselbereichen“ leisten:

- strategische Infrastruktur, einschließlich digitaler Netze, Verkehr und Energie
- Bildung, Forschung und Innovation
- Ausbau der erneuerbaren Energien und Ressourceneffizienz

**Antragsteller:** Eine EFSI-Finanzierung können Unternehmen jeder Größe beantragen, sowie Einrichtungen des öffentlichen Sektors (außer den EU-Staaten selbst), nationale Förderbanken oder Finanzinstitute, die als Intermediäre fungieren, Fonds und jede andere Form von Finanzvehikeln für kollektive Investitionen sowie spezifische Investitionsplattformen.

**Hebelung:** Der Fonds unterstützt geförderte Investitionsprodukte, indem er einen Teil der privaten Risiken übernimmt. Dabei wird jeder Euro aus dem Fonds dreimal eingesetzt, um Investitionsprojekte zu kofinanzieren – so werden aus 21 Mrd. Euro EFSI-Grundfinanzierung nunmehr 63 Mrd. Euro an Finanzierungshilfen. Durch die Nutzung finanzwirtschaftlicher Hebelmechanismen soll im Vergleich zu herkömmlichen EU-Finanzhilfen (Zuschüsse) eine größere Mobilisierungswirkung erreicht werden. Zu dem breiten Spektrum verfügbarer Beteiligungsarten zählen z.B. Garantien, Eigenkapitalinstrumente, Fremdfinanzierungsinstrumente, Instrumente zur Bonitätsverbesserung oder Risikokapital. Der EFSI übernimmt bei der Finanzierung grundsätzlich die mit einem höheren Risiko behaftete Tranche einer Investition, um die Mobilisierungswirkung zu verstärken. Es wird erwartet bzw. erhofft, dass private Investoren dadurch bereit sind, für jeden garantierten Euro durchschnittlich weitere vier Euro an privatem Kapital für risikorei-

che Investitionsprojekte bereit zu stellen. Die garantierte Summe von 63 Mrd. Euro soll somit das Fünffache an Investitionsvolumen mobilisieren – mindestens 315 Mrd. Euro. Es ist umstritten, ob diese erhoffte Hebelwirkung der Finanzmittel mit dem Faktor 15 tatsächlich erzielt werden kann.

**Weitere Investitionsförderung:** Der „European Investment Advisory Hub“ (EIAH) soll eine zentrale Anlaufstelle für angebotene Beratungsdienste z.B. zu Auswahl, Entwicklung, Durchführung und Finanzierung von Projekten werden. Die Plattform soll potentiellen Investoren helfen, finanziell tragfähige Projekte bis zur ihrer Durchführungsreife zu entwickeln. Das Projektportal (EIPP) ermöglicht es in der EU ansässigen Projektträgern, ihre Investitionsvorhaben und -ideen potenziellen Investoren vorzustellen, wenn sie beispielsweise eine externe Finanzierung benötigen. Die Mitgliedsländer wurden zudem ermuntert, die Ziele des EU-Investitionsprogramms zusätzlich durch Beiträge nationaler Förderbanken (wie z.B. der KfW in Deutschland) zu unterstützen.

**Programmstart und -ablauf:** Geplant ist, dass die Mitglieder des Investitionsausschusses im September 2015 ihre Tätigkeit aufnehmen. Gleichzeitig wird dann die Geschäftsführung vom EU-Parlament bestätigt. Die Investitionsberatung (EIAH) soll im Herbst 2015 und das Investitionsportal (EIPP) Ende 2015 die Arbeit aufnehmen. Die EIB hat mit ihren eigenen Mitteln bereits im Mai 2015 begonnen und vier geförderte Projekte bekannt gegeben. Der erste Investitionszeitraum des EFSI beträgt vier Jahre.

#### **Vorläufige Bewertung**

Es ist fraglich, ob die geplante Investitionsoffensive geeignet ist, um die wirtschaftliche Dynamik in der Europäischen Union effektiv zu fördern. Im Folgenden werden einige grundsätzliche Bedenken an den geplanten Maßnahmen formuliert.

**Zweifelhafte Analyse:** Die Existenz einer allgemeinen Investitionslücke in der EU ist zumindest fragwürdig. Zunächst ist die Lage in den verschiedenen EU-Ländern recht unterschiedlich, sodass die attestierte Investitionslücke in vielen Ländern gar nicht besteht. Es gab speziell in einigen Ländern des Euroraums im Zuge der fiskalischen Konsolidierung einen Rückgang der *öffentlichen* Investitionstätigkeit. Es gab auch einen deutlichen Rückgang bei der *privaten* Investitionstätigkeit. Analysen internationaler Institutionen (IWF 2015; EZB 2014a; 2014b) zeigen jedoch, dass ein großer Teil dieses Rückgangs gegenüber dem Vorkrisentrend durch das geringere Outputniveau bzw. durch ein gesunkenes Potentialwachstum erklärt werden kann. Weitere Gründe für den dadurch noch nicht vollständig erklärten Investitionsrückgang sind:

- Überkapazitäten in einzelnen Sektoren (Bau, Dienstleistungen), die dazu führen, dass über eine gewisse Zeit weniger investiert wird (und auch werden sollte).
- Finanzwirtschaftliche Hemmnisse könnten speziell in südeuropäischen Volkswirtschaften auch eine Rolle spielen. Diese Einschränkung der Investitionstätigkeit betrifft insbesondere Branchen, die stärker auf externe Finanzierung angewiesen sind. Altlasten in den Bankbilanzen könnten einerseits zu einer schwächeren Kreditvergabe geführt haben – diese Problematik sollte vorzugsweise durch gezielte Bankenrestrukturierungsprogramme angegangen werden, ggf. ergänzt durch eine Rekapitalisierung betroffener Finanzinstitute. Stark verschuldete Unternehmen könnten andererseits zu Sparsamkeit bzw. zu einer Entschuldung gezwungen sein und daher zeitweilig Investitionen unterlassen. Diesen Unternehmen kann das EFSI-Programm jedoch kaum helfen, da in dieser Situation schlicht zu wenig Kapital vorhanden ist, das in geförderte Investitionsprojekte gelockt werden könnte.
- Gestiegene Unsicherheit auch bezüglich der weiteren Entwicklung der Eurokrise könnte zu einer „wait and see“-Einstellung potentieller Investoren beigetragen haben. Lediglich dieser Punkt könnte als Investitionshemmnis gelten, das durch ein Investitionsprogramm behandelt werden könnte. Jedoch ist das EFSI-Programm nicht darauf ausgerichtet, um Länder mit besonders ausgeprägter Unsicherheit gezielt zu erreichen.

**Umwidmung:** Die Finanzmittel des EFSI stammen aus *umgewidmeten* Geldern des EU-Haushalts. Die Frage der Mittelherkunft bei der EIB bleibt etwas im Unklaren, sodass es sich hier ebenfalls um *umgewidmete* Finanzmittel handeln könnte. Daraus ergeben sich jedoch Opportunitätskosten, die von der zu erwartenden Wirkung abgezogen werden müssen, denn in ihrer ursprünglichen Bestimmung könnten die Gelder ebenfalls einen bedeutenden Nutzen für Wirtschaft und Gesellschaft haben.

**Eingriff in funktionierende Marktprozesse:** Gerade wenn es um die Abwägung von Chancen und Risiken von Investitionsprojekten geht, kann davon ausgegangen werden, dass Marktmechanismen gut funktionieren, sodass knappe Ressourcen in die jeweils vorteilhaftesten Verwendungen fließen. Die Allokation von privatem Investitionskapital wird nun beeinflusst und verzerrt, wenn Projekte erst durch die EU-Garantien realisierbar werden. Hier wäre es aus Investorensicht eigentlich unvernünftig, eine Investition zu tätigen. Der EFSI leistet laut EU-Kommission „einen Beitrag zur Finanzierung von Projekten, die vom öffentlichen oder privaten Sektor allein nicht finanziert werden könnten.“ Der Investitions-

ausschuss entscheidet nun, ob ein Projekt gefördert wird oder nicht. Somit entscheidet letztlich ein öffentlich eingesetztes Gremium über die Allokation von überwiegend privatem Anlagekapital. Zu befürchten ist, dass unter Zeitrestriktionen und mit nur oberflächlichem Wissen über das Projekt über eine Förderung entschieden werden muss. Politische Kriterien wie „Vorzeigbarkeit“ werden voraussichtlich mit ins Kalkül gezogen.

**Verdrängung:** Sofern es gelingt, Projekte „an der Schwelle zur Realisierbarkeit“ zu aktivieren, könnte dadurch die Realisierung anderer Projekte erschwert werden. Die EIB möchte im Auswahlprozess zwar sicherstellen, „dass durch die öffentliche Unterstützung keine privaten Investitionen ausgeschlossen oder verdrängt werden“. Das mobilisierte private Investitionskapital hätte jedoch sonst nach einer alternativen Anlagemöglichkeit gesucht. Man kann diesbezüglich natürlich argumentieren, dass die Rentabilität sonstiger Projekte nicht verändert wird und Kapitalkosten konstant bleiben. Anlagesuchendes Kapital ist demnach so reichlich vorhanden, sodass keine Zinserhöhung auf dem Kapitalmarkt zu befürchten ist, die andere Projektfinanzierungen gefährden könnte. Dennoch bleibt zumindest überall dort ein Verdrängungseffekt, wo qualifiziertes Personal eine knappe Ressource ist (Stichwort: „Fachkräftemangel“). Alle Personen, die durch das geförderte Projekt gebunden sind, können in dieser Zeit schließlich keinen anderen Tätigkeiten nachgehen.

**Zusätzlichkeit:** Vermutlich würde ein bedeutender Teil der geplanten Projekte ohnehin durchgeführt, weil die Renditechancen die enthaltenen Risiken in der Abwägung klar übersteigen. Bei solchen Projekten kann es für die Träger dennoch nützlich sein, Verlustrisiken vom Steuerzahler versichern zu lassen. Ein Antrag auf EFSI-Förderung würde dann so formuliert werden, dass das geplante Projekt ohne EU-Garantien als nicht realisierbar erscheint. Unklar ist, wie zwischen *zusätzlichen* Projekten und ohnehin geplanten und eigenständig durchführbaren Investitionsprojekten effektiv unterschieden und diskriminiert werden kann. Eine EU-Förderung von *nicht-zusätzlichen* Projekten kommt einem Transfer von Steuerzahlergeld an private Investoren gleich, da der Erwartungswert der erzielbaren Projekterträge durch die Risikoübernahme erhöht wird.

**Vergesellschaftung von privaten Risiken:** Die öffentliche Hand übernimmt einen Teil der privaten Risiken, was im Zuge der Finanzkrise und der vorgenommenen Bankenrettungen weitläufig kritisiert worden ist. Entscheidend ist, dass bei Verlusten zuerst die öffentliche Hand zahlt, bevor private Investoren mit ihrem Kapitaleinsatz haften. Für (durchschnittlich) die ersten 20 Prozent des investierten Kapitals haftet im Verlustfall der Steuerzahler. Nur bei noch höheren Verlusten müssen die privaten Investoren mit ihrem Kapital geradestehen. Es handelt sich um eine Risikosubvention: Mögliche Gewinne fließen überwiegend in private Taschen, Verluste werden überproportional durch den Steuerzahler getragen.

**Verwaltungsaufwand:** Die Programmadministration wird durch die EIB geleistet, die Projekte prüft, genehmigt und begleitet. Änderungen am Projektplan müssen abgestimmt und genehmigt werden; im Verlustfall muss streng geprüft werden, ob Mittel ausbezahlt werden, um Missbrauch zu verhindern. Insgesamt bedeutet dies, dass die EIB zahlreiche neue Mitarbeiter braucht. Es entstehen zusätzliche Kosten für die Seite der Prüfer (EIB) und administrativer Aufwand für die Investoren.

**Hohe Ausfallrisiken:** Die Investoren werden nur dann einen Förderantrag stellen, wenn die EU-Garantien wertvoller erscheinen als der zusätzliche Verwaltungsaufwand. Dies wird tendenziell dann passieren, wenn die Projektrisiken relativ hoch sind. Es dürfte daher eine Selbstselektion der Antragsteller geben, sodass vor allem risikoreiche Projekte gefördert werden. Insgesamt gilt, dass

1. die geförderten Projekte besonders risikoreich sind,
2. der EFSI nachrangige (besonders risikoreiche) Tranchen stellt,
3. jeder vorhandene Euro dreimal eingesetzt wird,
4. der EU-Anteil an der EFSI-Finanzierung (16 Mrd. Euro) ebenfalls nur *garantiert* wird und zunächst lediglich die Hälfte der Mittel (8 Mrd. Euro) tatsächlich bereitgestellt wird.

Es ist zu befürchten, dass vorhandene Finanzmittel schnell aufgebraucht sein könnten. Zudem ist unklar, was passiert, wenn *mehr* als 21 Mrd. Euro der ausgesprochenen Garantien fällig werden.

### Fazit

Die von der EIB und der EU-Kommission kommunizierten Zielgrößen für den Netto-Effekt des Programms auf die Gesamtwirtschaft erscheinen unrealistisch, da Verdrängungseffekte zu befürchten sind, viele nicht-zusätzliche Projekte gefördert werden dürften, Opportunitätskosten bei der Verwendung von Finanzmitteln bestehen und die erzielbare Hebelwirkung unsicher ist. Ohnehin hat das Finanzvolumen des EFSI, gemessen an der Wirtschaftsleistung aller EU-Länder, eine recht überschaubare Größenordnung. Die Prognosen des IfW zur wirtschaftlichen Entwicklung der EU-Länder bleiben daher von der Investitionsoffensive unbeeinflusst. Ein bleibender Schaden ist durch die veränderte Förderungsstruktur allerdings auch nicht zu befürchten. Sofern der Investitionsausschuss mit Glück und Geschick sinnvolle Projekte auswählt, sind EU-Fördermittel vermutlich relativ gut angelegt. Schließlich könnten die komplementären Dienste (EIAH und EIPP) sich als nützlich erweisen, um potentielle Investoren besser zu unterstützen als bisher.

**Kasten 3:****Typische Erholungsphasen der Unternehmensinvestitionen im Anschluss an normale Rezessionen und Banken Krisen**

Die Unternehmensinvestitionen sind eine zentrale Größe für die volkswirtschaftliche Entwicklung. So verhalten sie sich in der Regel sehr prozyklisch und prägen damit maßgeblich den Konjunkturverlauf. Zudem sind sie auch für die langfristigen Wachstumsperspektiven einer Volkswirtschaft bedeutsam, da sie den für die Produktion zur Verfügung stehenden Kapitalstock determinieren. Im Zuge der Großen Rezession und der Schuldenkrisen in einigen Ländern des Euroraums sind die Unternehmensinvestitionen zum Teil regelrecht eingebrochen. In einigen Volkswirtschaften haben sie sich zwar wieder etwas erholt, alles in allem haben sie sich jedoch schwächer entwickelt, als vielfach erwartet worden war, und tendieren gerade im Euroraum vielerorts nach wie vor zur Schwäche. Im Folgenden werden stilisierte Fakten für die Entwicklung der Unternehmensinvestitionen in Erholungsphasen (also im Anschluss an Rezessionen) empirisch ermittelt. Die Ergebnisse werden mit den aktuellen Entwicklungen bei den Unternehmensinvestitionen in ausgewählten Ländern des Euroraums verglichen und es wird daraus abgeleitet, ob diese Entwicklungen im Einklang mit den historischen Erfahrungen stehen.

Die empirische Analyse basiert auf einem Panel-Datensatz von 16 fortgeschrittenen Volkswirtschaften für den Zeitraum von 1970 bis 2013.<sup>a</sup> Um die Dynamik der Unternehmensinvestitionen zu untersuchen, wird zunächst ein sogenannter *cdr*-Term („current depth of recession“) in Analogie zu Beaudry und Koop (1993) berechnet, der die Abweichung des aktuellen (logarithmierten) Niveaus der Unternehmensinvestitionen  $y_t$  von seinem historischen Höchstwert erfasst:

$$cdr_t = \max (y_{t-j})_{j \geq 0} - y_t$$

Der Term nimmt somit in der Regel im Verlauf und im direkten Anschluss an Rezessionen positive Werte an, wenn die Unternehmensinvestitionen zurückgegangen sind; ansonsten ist er null.

Mit diesem Term wird in ein autoregressives Panelmodell erweitert, das die Zuwachsrate der Unternehmensinvestitionen  $\Delta y_{i,t}$  als abhängige Variable enthält:

$$\Delta y_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 \Delta y_{i,t-1} + \gamma_1 cdr_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Wenn der Parameter  $\gamma_1$  einen positiven Wert annimmt, ist die Zuwachsrate der Unternehmensinvestitionen höher, sofern die Unternehmensinvestitionen zuvor gesunken sind – also typischerweise in Erholungsphasen im Anschluss an Rezessionen. In diesem Fall kommt es also zu Aufholwirkungen der Unternehmensinvestitionen und die kumulierten Rückgänge der Investitionen während der Rezessionen haben nur temporären Charakter. Ob die während der Rezession erlittenen Verluste komplett wieder aufgeholt werden und die Unternehmensinvestitionen wieder ihren alten Wachstumspfad erreichen oder ob sie dauerhaft durch die Rezession gedrückt bleiben, ist letztlich eine empirische Frage.

Eine ähnliche Untersuchung für das Bruttoinlandsprodukt hat gezeigt, dass sich die Erholungsphasen von schweren Wirtschaftskrisen, wie Banken- oder Immobilienkrisen, signifikant von normalen Rezessionen unterscheiden (Boysen-Hogrefe et al. 2015a). Deshalb wird auch hier zwischen normalen Rezessionen und Banken Krisen unterschieden und das Modell um den Term  $cdr_{i,t-1}^{bc}$  erweitert, der Erholungsphasen im Anschluss an Banken Krisen abgreift:

$$\Delta y_{i,t} = \alpha_i + \beta_1 \Delta y_{i,t-1} + \gamma_1 cdr_{i,t-1} + \delta_1 cdr_{i,t-1}^{bc} + \varepsilon_{i,t}$$

Wenn der Parameter  $\delta_1$  einen negativen Wert aufweist, sind die Erholungen im Anschluss an Banken Krisen schwächer als im Anschluss an normale Rezessionen. Informationskriterien wie das AIC deuten darauf hin, dass es für Jahresdaten ausreichend ist, das Modell sowohl bezüglich des autoregressiven Terms als auch bezüglich der *cdr*-Terme jeweils mit einem Lag zu spezifizieren.

Die Schätzergebnisse zeigen, dass tatsächlich gewisse Aufholprozesse der Unternehmensinvestitionen im Anschluss an Rezessionen zu verzeichnen sind. Wird nicht zwischen normalen Rezessionen und Banken Krisen differenziert (Tabelle K3-1, Spezifikation I), ergibt sich für den *cdr*-Term ein Parameterwert von 0,2. Die Zuwachsrate der Unternehmensinvestitionen im laufenden Jahr ist den Ergebnissen zufolge also um 2 Prozentpunkte höher, wenn sie im vergangenen Jahr um 10 Prozent unterhalb ihres historischen Höchstwerts lagen. Die Schätzergebnisse zeigen aber auch, dass die Aufholprozesse im Anschluss an normale Rezessionen (Spezifikation II, Parameterwert: 0,4) deutlichen stärker sind als im Anschluss an

Bankenkrisen ( $0,17=0,4-0,23$ ). Ein statistischer Test zeigt, dass das Modell in Spezifikation II, das zwischen normalen Rezessionen und Bankenkrisen unterscheidet, signifikant besser ist als das Modell in Spezifikation I.<sup>b</sup> Die Ergebnisse sind robust gegenüber einer Reihe von alternativen Spezifikationen. Insbesondere werden Ergebnisse nicht durch die jüngsten Finanzkrisen getrieben und ändern sich kaum, wenn das Modell nur bis zum Jahr 2007 geschätzt wird.

**Tabelle K3-1:**  
Schätzergebnisse

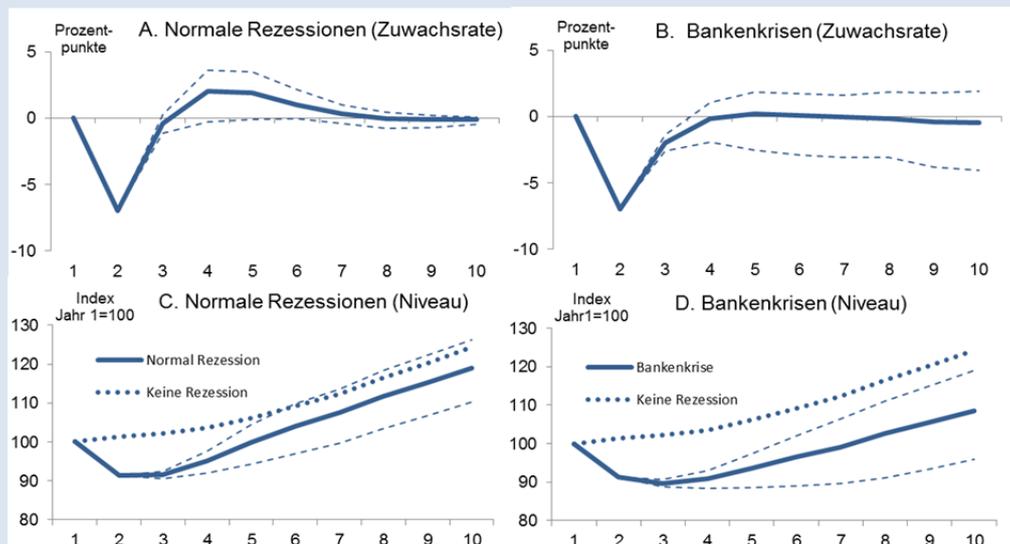
	I (1970–2012)	II (1970–2012)	III (1970–2007)
$\beta_1$	0,41 (9,6) ***	0,45 (10,4) ***	0,48 (10,3) ***
$\gamma_1$	0,22 (5,9)	0,40 (6,7) ***	0,38 (6,0) ***
$\delta_1$		-0,23 (4,0)	-0,24 (3,6)

Jahresdaten: preisbereinigt. Abhängige Variable: Zuwachsrate der Unternehmensinvestitionen; \*, \*\* und \*\*\* zeigen Signifikanzniveaus von 10%, 5%, und 1% an.

Quelle: OECD, *Main Economic Indicators*; eigene Berechnungen.

Im Folgenden simulieren wir die Dynamik der Unternehmensinvestitionen in Erholungsphasen. Es zeigt sich, dass die Zuwachsrate der Unternehmensinvestitionen im Anschluss an normale Rezessionen über mehrere Jahre hinweg über der Zuwachsrate liegt, die ohne die Rezessionen zu verzeichnen gewesen wäre (Abbildung K3-1.A). Das Niveau der Unternehmensinvestitionen wird durch normale Rezessionen zwar in der Tendenz dauerhaft gedrückt. Allerdings kommt es in der Erholungsphase zu spürbaren Aufholprozessen, und die 95-Prozent-Konfidenzintervalle der permanenten Effekte schließen die normale Entwicklung, die sich ohne eine Rezession ergeben hätte, mit ein (Abbildung K3-1.C). Im Anschluss an Bankenkrisen liegt die Zuwachsrate der Unternehmensinvestitionen zu keinem Zeitpunkt über der Zuwachsrate, die ohne Krise zu verzeichnen gewesen wäre (Abbildung K3-1.B), und das Niveau der Unternehmensinvestitionen wird dauerhaft gedrückt (Abbildung K3-1.D).

**Abbildung K3-1:**  
Unternehmensinvestitionen im Anschluss und normale Rezessionen und Bankenkrisen



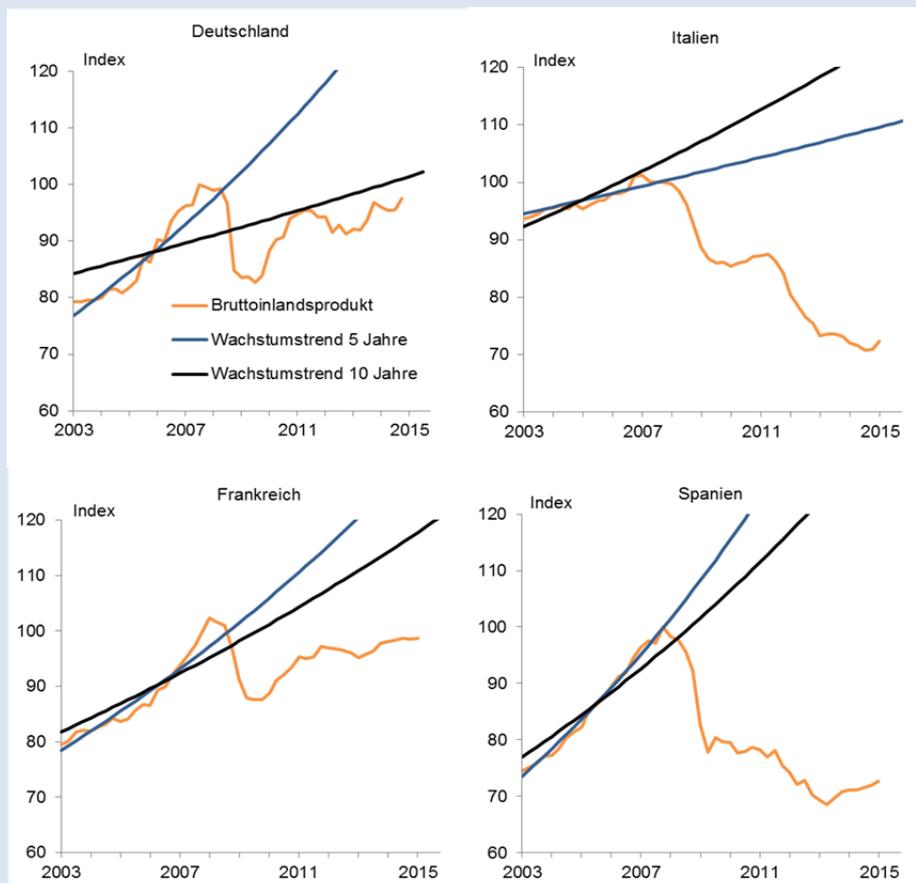
Jahresdaten: preisbereinigt. Abbildung A und B: Zuwachsrate, Abweichung im Vergleich zur Zuwachsrate wenn keine Rezession auftritt; Abbildung C und D: Niveau. Ergebnisse basieren auf 1 000 Simulationen für einen 7-prozentigen Rückgang der Unternehmensinvestitionen in Jahr 2; 7 Prozent entspricht einer Standardabweichung der Zuwachsrate der Unternehmensinvestitionen im gesamten Panel. Gestrichelte Linien bilden die 95-Prozent-Konfidenzintervalle ab. Für eine detaillierte Beschreibung der Simulationen siehe Jannsen (2015).

Quelle: OECD, *Main Economic Indicators*; eigene Berechnungen.

Mit diesen Ergebnissen lassen sich die aktuellen Trends bei den Unternehmensinvestitionen im Euroraum recht gut erklären. So sind die Unternehmensinvestitionen in Frankreich, Italien und Spanien bisher deutlich hinter ihren Wachstumspfaden, die vor der Finanzkrise zu verzeichnen gewesen waren, zurückgeblieben (Abbildung K3-2). Lediglich in Deutschland haben die Unternehmensinvestitionen den Wachstumspfad, der in den zehn Jahren vor der Finanzkrise zu verzeichnen gewesen war, wieder erreicht. Zwar war auch Deutschland von einer Bankenkrise betroffen. Allerdings ging sie, ähnlich wie in der Schweiz, im Wesentlichen nicht – so wie es für frühere Banken Krisen häufig zu beobachten gewesen war – auf nicht nachhaltige Entwicklungen im Inland zurück, sondern wurde aufgrund der starken internationalen Finanzverflechtungen vor allem „importiert“. Freilich war der Wachstumspfad der Unternehmensinvestitionen in Deutschland in den zehn Jahren vor der Finanzkrise recht flach und die Investitionen haben bisher noch nicht wieder ihren 10-jährigen Wachstumspfad erreicht. Allerdings wurden die Unternehmensinvestitionen in Deutschland in den vergangenen Jahren wohl durch eine Reihe von anderen Faktoren, nicht zuletzt auch durch die Krise im Euroraum, gedämpft.

**Abbildung K3-2:**

**Trendmäßige Entwicklung der Unternehmensinvestitionen in ausgewählten Ländern des Euroraums 2003–2015**



Quartalsdaten; Unternehmensinvestitionen viertes Quartal 2007=100; Wachstumstrend wurde anhand eines log-linearen Trends in den 5 bzw. 10 Jahren vor Beginn der Krise im vierten Quartal 2007 geschätzt.

Quelle: OECD, *Main Economic Indicators*; eigene Berechnungen.

Die Ergebnisse sprechen dafür, dass die derzeit vielerorts im Euroraum zu beobachtende Schwäche der Unternehmensinvestitionen nicht ungewöhnlich ist und dass die Unternehmensinvestitionen wohl auf absehbare Zeit nicht auf ihren vor der Finanzkrise zu beobachtenden Wachstumspfad zurückkehren werden. Sie stehen jedoch im Einklang mit aktuellen Untersuchungen von internationalen Organisationen (z.B. EZB 2014a; EZB 2014b; IWF 2015), die zu dem Schluss kommen, dass die Schwäche der Unternehmensinvestitionen sich zu einem Gutteil durch die allgemein schwache Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts

erklären lässt. Da es überzeugende Evidenz dafür gibt, dass auch das Bruttoinlandsprodukt durch Banken Krisen permanent gedämpft wird (Boysen-Hogrefe et al. 2015a; Jorda et al. 2013; Reinhart und Rogoff 2009), dürften auch die Unternehmensinvestitionen im Euroraum wohl dauerhaft gedrückt sein. Eine Erklärung dafür ist, dass Banken Krisen in der Regel Phasen von nicht nachhaltigen Aufschwüngen vorausgehen, die nicht zuletzt durch eine übermäßige Kreditvergabe getrieben werden. In diesen Phasen dürfte es vermehrt zu Fehlinvestitionen kommen, die einer Korrektur bedürfen und die die gesamtwirtschaftliche Aktivität und die Investitionen für einige Zeit dämpfen. Vor diesem Hintergrund dürften Politikmaßnahmen, die die allgemeinen Wachstumsmöglichkeiten einer Volkswirtschaft stärken, erfolgversprechender sein als Politikmaßnahmen, die darauf abzielen, die Investitionen durch einen kurzfristigen Stimulus anzuregen, um so eine vermeintliche „Investitionslücke“ zu schließen.

<sup>a</sup>Die empirische Analyse basiert auf Jannsen (2015). — <sup>b</sup>Einem Likelihood-ratio-Test zufolge ist das Modell in Spezifikation II bei einem Signifikanzniveau von ein Prozent signifikant besser als das Modell in Spezifikation I.

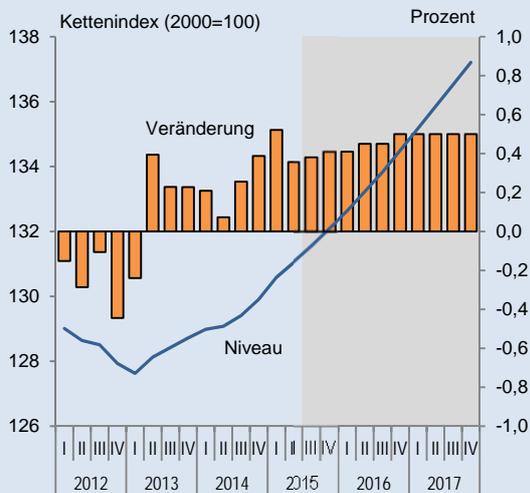
kontrollen – eine Phase der spürbaren wirtschaftlichen Erholung, die ursprünglich bereits für das Jahr 2015 erwartet worden war. Durch den fortgesetzten Rückgang der heimischen Komponente der Herstellerpreise sind griechische Unternehmen zusehends wettbewerbsfähig geworden.

**Für die konjunkturelle Entwicklung im übrigen Euroraum ist die Einigung Griechenlands mit den Gläubigerstaaten vorteilhaft.** Zwar sind dadurch keine direkten, nennenswerten Effekte auf die Konjunktur in anderen Ländern zu erwarten, jedoch sind Abwärtsrisiken zumindest auf unbestimmte Zeit in die Zukunft verschoben worden, die sich in einem alternativen Szenario mit Staatsinsolvenz und einem ungeordneten Austritt Griechenlands hätten realisieren können. Somit kann die begonnene, spürbare wirtschaftliche Erholung der südeuropäischen Volkswirtschaften – unterstützt durch günstige externe Einflussfaktoren – weiter an Breite gewinnen. Für die Prognose unterstellen wir, dass das verabredete Hilfsprogramm zwischen den europäischen Partnern und Griechenland über die dreijährige Laufzeit halten wird. Zusätzliche Risiken für die konjunkturelle Entwicklung bestanden in der Vergangenheit durch die politischen Spannungen in der Ukraine, die ebenfalls in den Hintergrund gerückt sind. Ein mögliches erneutes Aufflammen des Konflikts, gefolgt von zusätzlichen, gegenseitigen Sanktionen zwischen Europa und Russland, dürfte die Konjunktur belasten.

**Hohe Flüchtlingsströme können die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum mittelfristig beeinflussen.** Die meisten Asylbewerber (pro Einwohner) kamen im Jahr 2014 in absteigender Reihenfolge nach Österreich und Deutschland, gefolgt von Belgien, den Niederlanden, und mit einigem Abstand Italien, Frankreich und Griechenland. In der ersten Zeit nach der Ankunft - mindestens bis zu einer Entscheidung im Asylverfahren - sind die Flüchtlinge vollständig auf staatliche Unterstützung angewiesen. Daher ist zu erwarten, dass sich der private Konsum und der Staatsverbrauch in den bevorzugten Zielländern etwas erhöht. In der Folgezeit dürften die aufgenommenen Flüchtlinge, die im erwerbsfähigen Alter sind, schrittweise das Erwerbspersonenpotenzial erhöhen, sodass mittelfristig mit einem etwas stärkeren Potenzialwachstum zu rechnen ist (Boysen-Hogrefe et al. 2015c: Kasten 2).

**Die Konjunktur gewinnt allmählich an Schwung.** Das Bruttoinlandsprodukt dürfte im Jahr 2015 durchschnittlich um 1,5 Prozent expandieren (Abbildung 6; Tabelle 4). In den Jahren 2016 und 2017 wird die wirtschaftliche Aktivität wohl um 1,7 Prozent und 2,0 Prozent zulegen. Die konjunkturelle Dynamik im übrigen Euroraum dürfte etwas schwächer ausfallen als in Deutschland (Abbildung 7). Für 2015 erwarten wir hier einen Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts von 1,4 Prozent, in den Folgejahren von 1,5 Prozent und 1,8 Prozent (Tabelle 5). In Frankreich und Italien dürfte die Zunahme der wirtschaftlichen Aktivität hinter dem Durch-

**Abbildung 6:**  
**Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 2012–2017**



Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate.

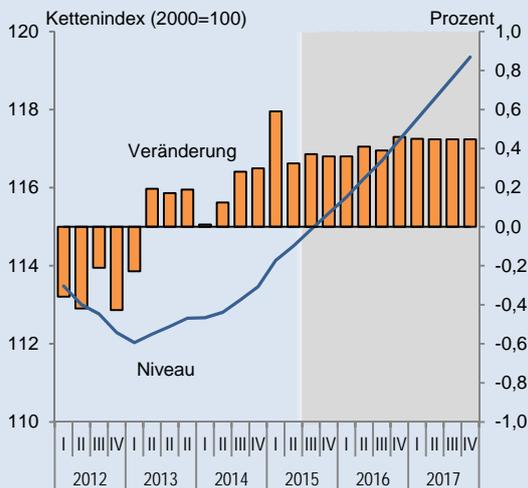
Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

schnitt des Euroraums zurückbleiben, weil strukturelle Probleme eine kräftigere Expansion nach wie vor behindern. So wird das Bruttoinlandsprodukt dort im Jahresdurchschnitt 2015 voraussichtlich nur um 1,0 bzw. 0,8 Prozent expandieren, in den Folgejahren dürfte sich die wirtschaftliche Dynamik aber besonders in Italien etwas beschleunigen. Für Spanien wird mit einer kräftigen Expansion gerechnet, die sich mit Raten von 3,2 Prozent, 3 Prozent und 2,8 Prozent auf die Jahre 2015 bis 2017 verteilt (Tabelle 6).

**Der Preisauftrieb dürfte gegen Jahresende endgültig den negativen Bereich verlassen.**

Wir rechnen im dritten Quartal mit einem kurzzeitigen Sinken der Inflationsrate (Vorjahresvergleich) in den negativen Bereich, da der in Euro bemessene Ölpreis erneut nachgegeben hat. Bereits im vierten Quartal sollte sich für die Verbraucherpreise ein Basiseffekt einstellen, sodass sich die gemessene Inflationsrate langsam der Kerninflationsrate von derzeit etwa 1,3 Prozent annähert. Die Abwertung des Euro gegenüber den wichtigsten Handelspartnern im Vergleich zum Vorjahresniveau dürfte zudem weiterhin einen Aufwärtsdruck auf die Verbraucherpreise ausüben. Außerdem werden die Preissetzungsspielräume der Unternehmen mit dem steigenden Auslastungsgrad der Produktionskapazitäten allmählich zunehmen. Für den Ölpreis unterstellen wir, dass sich der Preisrückgang erst gegen Jahresende stabilisiert und dann auf diesem niedrigen Niveau von etwa 40 Euro bis zum zweiten Quartal 2016 verharren wird. Am Ende des Prognosezeitraums dürfte der Preis je Barrel bei etwa 61 Euro notieren. Unter dieser Annahme dürften die Verbraucherpreise im Durchschnitt des Jahres 2015 gegenüber dem Vorjahr unverändert bleiben, um dann im Jahresdurchschnitt 2016 voraussichtlich um 0,9 Prozent und 2017 um 1,8 Prozent zuzulegen.

**Abbildung 7:**  
**Bruttoinlandsprodukt im Euroraum ohne Deutschland 2012–2017**



Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

**Die Arbeitslosigkeit wird im Prognosezeitraum weiter zurückgehen.** Die Arbeitslosenquote wird nach 11,6 Prozent im Jahr 2014 im laufenden Jahr durchschnittlich bei 11,0 liegen.

**Tabelle 4:**  
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2015–2017

	2015				2016				2017				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2015	2016	2017
Bruttoinlandsprodukt	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,5	1,7	2,0
Inlandsnachfrage	0,7	0,0	0,4	0,3	0,4	0,5	0,5	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	1,4	1,5	2,1
Privater Verbrauch	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,7	1,6	1,9
Staatsverbrauch	0,6	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	1,3	1,4	1,8
Anlageinvestitionen	1,3	-0,5	0,4	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	1,8	2,1	3,3
Vorratsänderungen	0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,2	-0,0
Außenbeitrag	-0,2	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2	0,0
Exporte	1,1	1,6	1,0	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	4,9	5,0	5,5
Importe	1,6	0,9	1,0	1,1	1,2	1,3	1,4	1,5	1,5	1,6	1,6	1,6	5,0	4,9	6,2

Bruttoinlandsprodukt: kalender-, preis- und saisonbereinigt; Quartalswerte: Veränderung gegenüber dem Vorquartal (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — Vorratsveränderung, Außenbeitrag: Beitrag zur Veränderungsrate des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

**Tabelle 5:**  
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum ohne Deutschland 2015–2017

	2015				2016				2017				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2015	2016	2017
Bruttoinlandsprodukt	0,6	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,4	1,5	1,8
Inlandsnachfrage	0,8	0,2	0,3	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,4	1,3	2,0
Privater Verbrauch	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,7	1,4	1,6
Staatsverbrauch	0,5	0,3	0,1	0,2	0,4	0,5	0,3	0,4	0,5	0,6	0,4	0,5	1,0	1,3	1,8
Anlageinvestitionen	1,2	-0,5	0,2	0,3	0,4	0,5	0,5	0,7	0,7	0,9	0,8	1,1	1,6	1,4	2,9
Vorratsänderungen	0,2	-0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	-0,1	-0,1	0,1
Außenbeitrag	-0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,3	-0,1
Exporte	1,0	1,3	0,9	1,1	1,0	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3	1,4	1,4	4,5	4,2	4,9
Importe	1,5	1,0	0,7	0,8	0,9	1,0	1,1	1,3	1,3	1,5	1,6	1,6	4,5	3,8	5,5

Bruttoinlandsprodukt: kalender-, preis- und saisonbereinigt; Quartalswerte: Veränderung gegenüber dem Vorquartal (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — Vorratsveränderung, Außenbeitrag: Beitrag zur Veränderungsrate des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

In den Jahren 2016 und 2017 werden voraussichtlich 10,5 Prozent und 9,9 Prozent der Erwerbspersonen ohne Arbeit sein. Zum Rückgang der Arbeitslosigkeit im Euroraum trägt insbesondere Spanien bei, aber auch in Portugal und Irland dürfte die Erholung voranschreiten. Für Deutschland wird ebenfalls ein weiterer Beschäftigungsaufbau erwartet, wenngleich die Erwerbslosenquote hier bereits vergleichsweise niedrig ist. In Italien scheint die Arbeitslosigkeit ihren vorläufigen Höhepunkt hinter sich gelassen zu haben. Die zu Beginn dieses Jahres umgesetzten Arbeitsmarktreformen zeigen an-

scheinend erste Erfolge. So wurde beispielsweise der Kündigungsschutz gelockert, während gleichzeitig Steueranreize für dauerhafte Beschäftigungsverträge gesetzt wurden. Wir erwarten, dass die Arbeitslosenquote in den Jahren 2016 und 2017 weiter auf 11,8 Prozent bzw. 11,2 Prozent absinkt, auch vor dem Hintergrund der moderaten wirtschaftlichen Erholung Italiens nach 14 Quartalen in der Rezession. Lediglich in Frankreich ist noch keine spürbare Verbesserung in Sicht, sodass die Zahl der Arbeitslosen weiterhin auf hohem Niveau stagnieren dürfte.

Tabelle 6:

## Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Ländern des Euroraums 2015–2017

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Deutschland	28,7	1,8	2,1	2,3	0,3	1,1	2,0	4,7	4,5	3,9
Frankreich	21,1	1,0	1,0	1,3	0,1	0,9	1,8	10,4	10,3	9,8
Italien	16,0	0,8	1,3	1,6	0,0	0,7	1,5	12,2	11,8	11,2
Spanien	10,5	3,2	3,0	2,8	-0,5	0,7	1,7	22,3	21,1	20,0
Niederlande	6,5	2,0	1,3	1,6	0,0	0,9	1,8	7,0	6,5	6,2
Belgien	4,0	1,3	1,4	1,5	0,2	1,1	2,0	8,5	8,2	7,8
Österreich	3,3	1,0	1,6	1,6	0,9	1,9	2,9	5,5	5,2	4,9
Finnland	2,0	0,3	0,9	1,4	0,0	0,7	1,7	9,5	9,4	9,1
Griechenland	1,8	-0,4	0,4	2,7	-2,1	-1,3	-0,1	25,8	24,6	24,0
Portugal	1,7	1,6	1,6	1,6	0,4	1,2	2,0	12,6	11,5	10,9
Irland	1,8	5,0	3,6	3,0	-0,3	0,9	2,4	9,5	8,3	7,5
Slowakei	0,7	3,1	3,2	3,6	-0,2	1,1	2,5	11,5	10,2	8,8
Luxemburg	0,4	4,5	3,1	2,9	0,0	1,2	2,4	5,7	5,5	5,3
Slowenien	0,4	2,8	3,0	2,8	-0,6	0,5	1,5	9,2	8,8	8,5
Litauen	0,4	1,6	3,0	3,6	-0,6	0,6	1,7	9,3	7,9	7,1
Lettland	0,2	2,7	3,4	3,7	-0,6	0,6	1,7	9,3	7,9	7,1
Estland	0,2	1,7	2,6	3,2	0,5	1,6	2,9	9,7	9,0	8,5
Zypern	0,2	1,5	2,6	2,8	0,1	1,2	2,4	6,0	5,4	4,9
Malta	0,1	3,4	3,0	3,1	-1,1	0,1	1,0	16,0	15,3	14,5
Euroraum	100,0	1,5	1,7	2,0	0,0	0,9	1,8	11,0	10,5	9,9
Euroraum ohne Deutschland	71,3	1,4	1,5	1,8	-0,1	0,8	1,8	13,2	12,6	12,0

Gewicht: auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2013 (Prozent). Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). Verbraucherpreise: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent), harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). Arbeitslosenquote: standardisiert nach dem ILO-Konzept (Prozent), Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2012.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

## Literatur

- Beaudry, P., und G. Koop (1993). Do Recessions Permanently Change Output? *Journal of Monetary Economics* 31: 149–163.
- BMF (Bundesministerium für Finanzen) (2015). Investieren in Europas Zukunft – Die Europäische Investitionsoffensive geht an den Start. *Monatsbericht* (Juli): 28–36.
- Boysen-Hogrefe, J., und U. Stolzenburg (2015). Rettungsprogramme und Ownership – ein Vergleich zwischen Griechenland, Portugal und Irland. *Wirtschaftsdienst* 95 (8): 534–540.
- Boysen-Hogrefe, J., N. Jannsen und C.-P. Meier (2015a). The Ugly and the Bad: Banking and Housing Crises Strangle Output Permanently, Ordinary Recessions Do Not. *Macroeconomic Dynamics*. Im Erscheinen.
- Boysen-Hogrefe, J., D. Groll, S. Kooths und T. Schwarzmüller (2015b). Moderate Erholung im Euroraum. *Kieler Konjunkturberichte Nr. 4 (2015|Q1)*. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Boysen-Hogrefe, J., S. Fiedler, D. Groll, N. Jannsen, S. Kooths und G. Potjagailo (2015c). Deutschland: Expansion trotz weltwirtschaftlicher Unruhe. *Kieler Konjunkturberichte Nr. 11 (2015|Q3)*. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Boysen-Hogrefe, J., S. Fiedler, N. Jannsen, S. Kooths, C. Reicher und S. Reitz (2015d). Sovereign bond purchases and risk sharing arrangements: Implications for euro area monetary policy. Brüssel.

- Europäische Kommission (2015). Country Report Germany 2015 Including an In-Depth Review on the Prevention and Correction of Macroeconomic Imbalances. Via Internet (1. September 2015) <[http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2015/cr2015\\_germany\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2015/cr2015_germany_en.pdf)>.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2014a). Factors behind the fall and recovery in business investment. Monthly Bulletin, April: Box 6.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2014b). The Current Weakness in euro area investment compared with past crisis episodes. Monthly Bulletin, December: Box 4.
- Fiedler, S., und S. Kooths (2015). Griechenland – zwischen Insolvenz und Schuldenerlass. *Wirtschaftsdienst* 95 (9): 609–613.
- Gern, K.-J., P. Hauber, N. Jannsen, S. Kooths und G. Potjagailo (2015). Schwäche in den Schwellenländern bremst Weltkonjunktur. Kieler Konjunkturberichte Nr. 9 (2015|Q3). Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- IWF (Internationaler Währungsfonds) (2015). Private Investment: What's the holdup? IMF World Economic Outlook, April: chap. IV.
- Jannsen, N. (2015). The Dynamics of Business Investment Following Banking Crises and Normal Recessions. Kieler Arbeitspapier 1996. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Jorda, O., M. Schularick und A.M. Taylor (2013). When Credit Bites Back. *Journal of Money, Credit and Banking* 45 (S2): 3–28.
- Reinhart, C.M., und K.S. Rogoff (2009). This Time It's Different: Eight Centuries of Financial Folly. University Press, Princeton.