



# Konjunktur im Euroraum im Frühjahr 2016

**Kieler Konjunkturberichte Nr. 16 (2016 | Q1)**

# Inhalt

<b>Euroraum: Erholung zunächst von Unsicherheit belastet</b>	<b>1</b>
Aktuelle Situation	1
Zur Lage in den Mitgliedsländern	3
Lage am Arbeitsmarkt verbessert sich weiter	4
<i>Kasten 1: Jugendarbeitslosigkeit im Euroraum</i>	6
Weitere Lockerungssignale der Geldpolitik	9
<i>Kasten 2: Zum Wiederanstieg der TARGET-Salden</i>	10
Öffentliche Haushalte: Konjunkturelle Erholung und sinkende Zinslast überlagern expansive Finanzpolitik	14
Ausblick: Produktionsanstieg nur allmählich mit mehr Schwung	16
Aktuelle Themen und Risikoeinschätzungen	19
<i>Kasten 3: Auswirkungen des globalen Finanzzyklus auf den Euroraum</i>	22
Literatur	25

## Euroraum: Erholung zunächst von Unsicherheit belastet

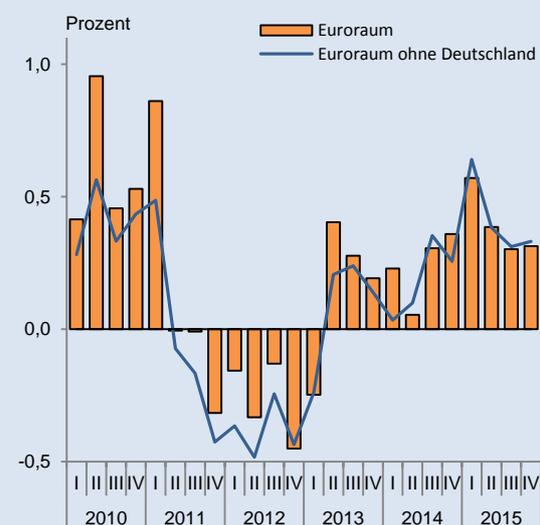
Jens Boysen-Hogrefe, Salomon Fiedler, Dominik Groll, Stefan Kooths, Stefan Reitz und Ulrich Stolzenburg

Die moderate Erholung im Euroraum hat sich zuletzt etwas verlangsamt. Aufgrund dämpfender Einflüsse aus dem weltwirtschaftlichen Umfeld und einem spürbaren Anstieg der politischen Unsicherheit haben sich auch einige Stimmungsindikatoren am aktuellen Rand leicht eingetrübt. Gleichwohl erscheinen die Auftriebskräfte intakt – die Binnenabsorption wies robuste Zuwächse auf und der Arbeitsmarkt belebte sich weiter – so dass die zu Jahresbeginn verzeichnete leichte Abkühlung nur vorübergehend sein dürfte. Die Konjunktur wird weiterhin durch niedrige Zinsen und Ölpreise unterstützt, sowie von dem nach wie vor vergleichsweise geringen Außenwert des Euro. Zudem dürfte die Fiskalpolitik über den Prognosezeitraum hinweg expansiv ausgerichtet sein. Alles in allem erwarten wir eine Zunahme des Bruttoinlandsprodukts um 1,5 Prozent im laufenden Jahr und um 1,9 Prozent im Jahr 2017 (0,2 bzw. 0,1 Prozentpunkte weniger als in unserer Dezemberprognose). Die Lage am Arbeitsmarkt wird sich weiter verbessern, die Arbeitslosenquote sukzessive auf 9,6 Prozent im Jahr 2017 sinken. Die Verbraucherpreise liegen derzeit infolge der rückläufigen Energiepreise zwar abermals unter ihrem Vorjahreswert, dürften in der zweiten Jahreshälfte aber wieder zulegen; für die Jahre 2016 und 2017 rechnen wir mit Preissteigerungsraten von durchschnittlich 0,2 Prozent und 1,3 Prozent.

### Aktuelle Situation

**Die wirtschaftliche Expansion im Euroraum hat sich zuletzt verlangsamt.** Nachdem das Bruttoinlandsprodukt in der ersten Jahreshälfte 2015 mit etwas kräftigeren Raten zugelegt hatte, expandierte es im dritten und vierten Quartal nur um jeweils 0,3 Prozent gegenüber dem Vorquartal (Abbildung 1). Allerdings hat die gesamtwirtschaftliche Produktion inzwischen das elfte Quartal in Folge zugelegt. Die Wirtschaftsleistung des Euroraums wird voraussichtlich im laufenden Quartal erstmals das Vorkrisenniveau (aus dem ersten Quartal 2008) überschreiten.

Abbildung 1:  
Bruttoinlandsprodukt 2010–2015



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

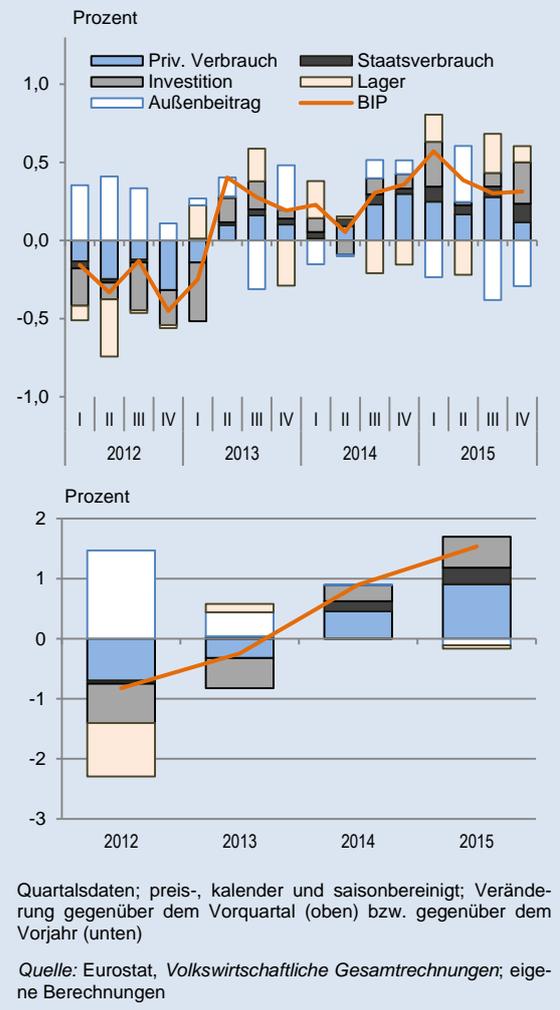
Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen.

**In den vergangenen Monaten hat sich die Unsicherheit in Europa merklich erhöht. Dies**

betrifft nicht ausschließlich den Euroraum, hat jedoch Konsequenzen für die dortige Stimmungslage. So haben in Spanien, Portugal, Irland und der Slowakei die bisherigen Regierungen ihre Mehrheiten verloren. Ende Juni wird das Referendum über einen EU-Austritt Großbritanniens stattfinden, dessen unbekannter Ausgang und unklare Implikationen zur steigenden Unsicherheit beitragen. Hinzu kommt, dass der gegenwärtige Umgang mit der Flüchtlingskrise Fragen über die zukünftige Zusammenarbeit unter den EU-Staaten aufwirft. Kursturbulenzen an den Aktienmärkten seit Jahresbeginn haben abermals Zweifel an der Stabilität des Finanzsystems ins Bewusstsein der Marktteilnehmer gerückt. Schließlich haben Befürchtungen um eine nachhaltige Abschwächung der Konjunktur in vielen Schwellenländern, aber auch in den USA und Japan, zuletzt neue Nahrung erhalten. So hat der Ölpreis zu Jahresbeginn weiter nachgegeben, was nicht zuletzt als Indiz für eine gedämpfte Nachfrage auf dem Ölmarkt gewertet werden kann, die sich aus einer Verlangsamung der weltwirtschaftlichen Dynamik ergibt. Vor dem Hintergrund der erhöhten Unsicherheit zeigen auch Konjunkturindikatoren für den Euroraum am aktuellen Rand eine leichte Eintrübung der Aussichten an.

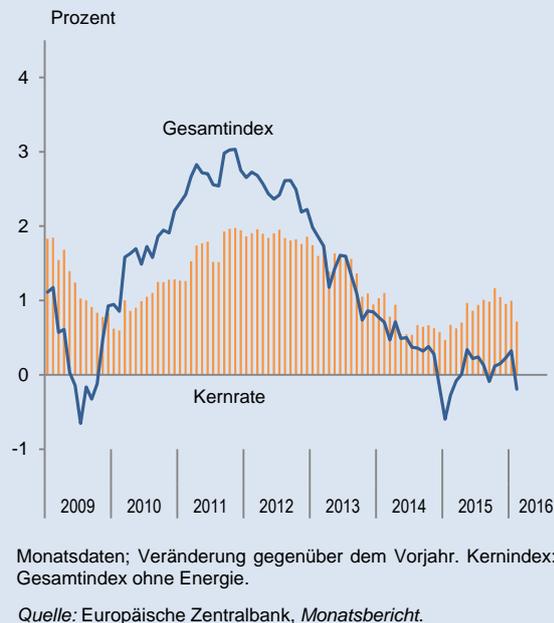
**Die Bruttoanlageinvestitionen legten zuletzt stärker zu als das Bruttoinlandsprodukt.** Im vierten Quartal erhöhten sich die privaten Investitionen im Vergleich zum Vorquartal um reichlich 1,3 Prozent, was einem Expansionsbeitrag von drei Zehnteln entspricht, während der Außenhandel aufgrund einer wiederum sehr verhaltenen Exportentwicklung den Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts rechnerisch dämpfte. Im Gesamtjahr 2015 war die ökonomische Aktivität insbesondere auf die binnenwirtschaftliche Verwendung gerichtet. So trugen besonders der private Verbrauch (0,9 Prozentpunkte) und die privaten Investitionen (0,5 Prozentpunkte), aber auch der Staatsverbrauch (0,3 Prozentpunkte) zur Ausweitung des Bruttoinlandsprodukts bei (Abbildung 2).

**Abbildung 2:**  
BIP-Expansionsbeiträge im Euroraum 2012–2015



**Die Verbraucherpreise lagen aufgrund der rückläufigen Energiepreise wieder unter ihrem Vorjahresniveau.** Die Kerninflationsrate, bei der Energiepreisänderungen nicht unmittelbar zu Buche schlagen, lag im Februar zwar mit 0,7 Prozent deutlich im positiven Bereich. Sie war zuletzt jedoch wieder rückläufig, nachdem sie einige Zeit bei ungefähr einem Prozent verharrt hatte (Abbildung 3). Da der Ölpreis nochmals stark gefallen ist, dürfte die Inflationsrate bis zur Jahresmitte 2016 im negativen Bereich bleiben. Dann werden die Verbraucherpreise aufgrund eines Basiseffekts bei den Energiepreisen voraussichtlich wieder zulegen.

**Abbildung 3:**  
Verbraucherpreise 2009–2016



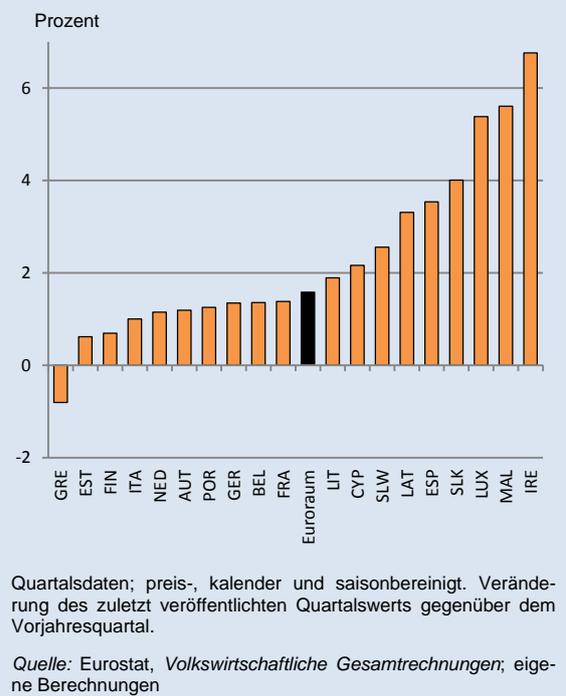
## Zur Lage in den Mitgliedsländern

**Die Expansionsdynamik unterschied sich in den Ländern der Peripherie zum Teil deutlich.** Spanien und Irland, die im Zuge der Eurokrise auf europäische Finanzhilfen zurückgreifen mussten, befanden sich auf einem kräftigen Erholungspfad (Abbildung 4). Im Jahresverlauf wies die irische Wirtschaft hohe Zuwachsraten auf und setzte sich in ihrer konjunkturellen Dynamik deutlich von allen anderen Mitgliedsländern ab. Auch die spanische Wirtschaft war nach schwierigen Jahren wieder auf Expansionskurs. Deutlich verhaltener war die Dynamik in Deutschland, Frankreich und Italien, ebenso wie in den Niederlanden, Belgien und Österreich, die allesamt leicht hinter dem Durchschnitt des Euroraums zurückblieben. Griechenlands war das einzige Mitgliedsland mit einer schrumpfenden Wirtschaftsleistung.

**Die französische Wirtschaft kam bislang noch nicht in Schwung.** Das Bruttoinlandsprodukt erhöhte sich über die vier Quartale des Jahres 2015 (im Jahresverlauf) um 1,3 Prozent, wobei sich die Expansion stark auf das erste

Quartal konzentrierte. Die Arbeitslosigkeit stagnierte auf hohem Niveau und das Haushaltsdefizit lag weiterhin deutlich jenseits des Maastricht-Kriteriums von drei Prozent. Konjunkturindikatoren wie der Economic Sentiment Indikator der Europäischen Kommission haben sich über die vergangenen drei Jahre zusehends verbessert und deuten auf eine leicht beschleunigte Expansion des Bruttoinlandsprodukts hin.

**Abbildung 4:**  
BIP-Expansion im Jahresverlauf 2015



**Die Erholung in Italien hat sich im Jahresverlauf 2015 wieder verlangsamt.** Nach vierzehn Quartalen mit schrumpfender Wirtschaftsleistung von Mitte 2011 bis Ende 2014 hat die italienische Volkswirtschaft im Jahr 2015 eine lange Durststrecke hinter sich gelassen. Im Jahresverlauf betrug der Zuwachs der wirtschaftlichen Aktivität immerhin ein Prozent. Trotz teilweise sehr positiver Stimmungsindikatoren und einer rückläufigen Arbeitslosigkeit ist die Wirtschaftsleistung in der zweiten Jahreshälfte allerdings deutlich verhaltener expandiert als erwartet – im vierten Quartal war die Wirtschaft mit 0,1 Prozent im Vergleich zum Vorquartal nahe an einer Stagnation.

**Dagegen erlebte Spanien im vergangenen Jahr eine merkliche Erholung.** Die Wirtschaftstätigkeit stieg im Jahresverlauf um insgesamt 3,5 Prozent und wurde insbesondere vom privaten Konsum und den privaten Investitionen getragen. Von fiskalischer Seite gingen zudem spürbare Impulse aus, denn im Wahljahr 2015 wurden Steuersenkungen durchgeführt. Darüber hinaus spielten unterstützende externe Faktoren wie niedrige Ölpreise, niedrige Zinsen und eine für die Exporteure vorteilhafte Entwicklung der Wechselkurse auch in Spanien eine Rolle. Hinzu kommt, dass der Tourismus als ein Standbein der spanischen Wirtschaft Rekordzahlen meldete. Einen Anteil an dem derzeitigen Aufschwung dürften auch die Strukturreformen der Jahre 2012 und 2013 (z.B. Arbeitsmarkt, Wettbewerbsrecht) haben. Währenddessen kann nach der Parlamentswahl vom Dezember 2015 offenbar keine Regierungskoalition gebildet werden, so dass es voraussichtlich im Juni zu Neuwahlen mit ungewissem Ausgang kommen wird. Politische Unsicherheit belastet daher die weiteren konjunkturellen Aussichten in Spanien.

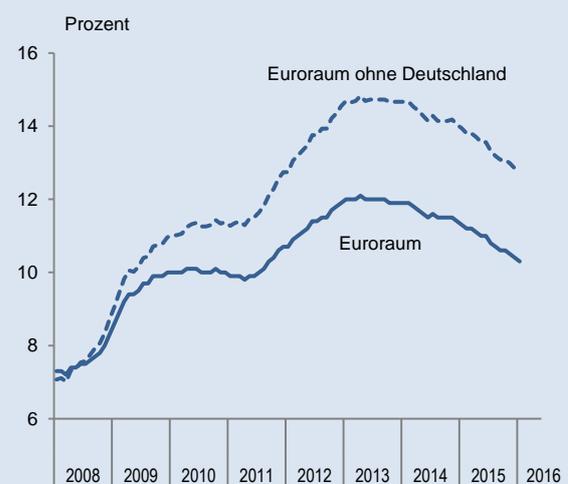
**Griechenlands Wirtschaft schrumpft vorerst nicht weiter.** In Anbetracht einer Aufwärtsrevision des Wertes für das vierte Quartal, der nun mit einer positiven Quartalszuwachsrate von 0,1 Prozent einhergeht (statt minus 0,6 Prozent), befindet sich Griechenlands Wirtschaft offenbar nicht mehr in der Rezession. Die Situation des Krisenstaats hatte sich in der zweiten Jahreshälfte 2015 merklich verschlechtert. Im Zuge einer verstärkten Liquiditätsflucht aus dem griechischen Bankensystem und einer zunächst gescheiterten Einigung mit den Gläubigerstaaten sah man sich gezwungen, ab Ende des Monats Juni Kapitalverkehrskontrollen und eine Beschränkung von Barabhebungen zu verhängen. Hierdurch dürfte die wirtschaftliche Aktivität erheblich in Mitleidenschaft gezogen worden sein – so ist das Bruttoinlandsprodukt allein im dritten Quartal um 1,2 Prozent gefallen. Insbesondere die privaten Investitionen sind im Gesamtjahr abermals deutlich eingebrochen, während politische Konflikte über die Umsetzung verabredeter Reformen die wirt-

schaftliche Aktivität weiter lähmen. Immerhin hat sich die zwischenzeitlich dramatisch schlechte Stimmungslage der Unternehmen, gemessen am Economic Sentiment Indikator der Europäischen Kommission, auf niedrigem Niveau etwas verbessert, so dass bei einer Fortsetzung dieses Trends für die kommenden Quartale eine verhaltene Erholung möglich erscheint.

## Lage am Arbeitsmarkt verbessert sich weiter

**Die positive Entwicklung der Arbeitsmarktlage im Euroraum hat sich fortgesetzt.** Bereits seit Mitte 2013 ist die Arbeitslosigkeit im Euroraum rückläufig. Auf ihrem bisherigen Höchstwert lag die saisonbereinigte Arbeitslosenquote bei 12,1 Prozent (ohne Deutschland: 14,8 Prozent). Laut aktueller Arbeitsmarktdaten für Januar ist sie inzwischen auf 10,3 Prozent (ohne Deutschland: 12,7 Prozent) gefallen (Abbildung 5). Im historischen Vergleich liegt die Arbeitslosigkeit jedoch immer noch auf einem hohen Niveau. Mit der prognostizierten weiteren wirtschaftlichen Erholung wird sich der rückläufige Trend bei den Arbeitslosenzahlen wohl fortsetzen.

**Abbildung 5:**  
Arbeitslosenquote 2008–2016



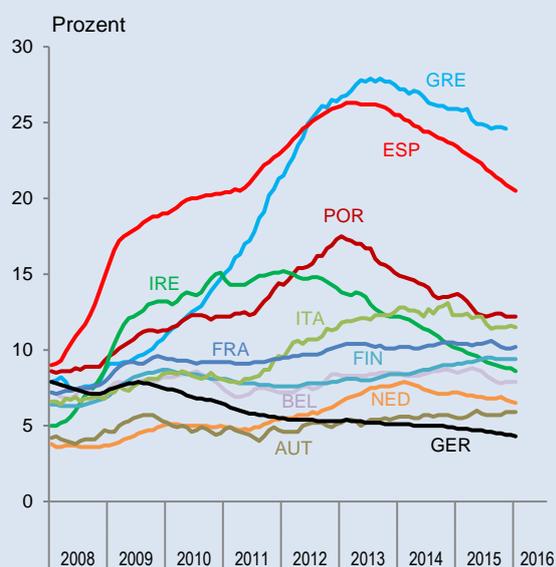
Monatsdaten; saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, Arbeitsmarktstatistik; eigene Berechnungen.

**In den von der Eurokrise besonders betroffenen Mitgliedsländern ist die Verbesserung der Arbeitsmarktlage deutlich sichtbar.**

In Irland ist die Arbeitslosenquote bereits seit Anfang 2012 von dem Höchstwert von über 15 Prozent auf unter 9 Prozent zurückgegangen. In Portugal (minus 5 Prozentpunkte), Spanien (minus 5,5 Prozentpunkte) und Griechenland (minus 3 Prozentpunkte) ist die Quote seit dem ersten Halbjahr 2013 rückläufig. Auch in Italien verbesserte sich die Situation auf dem Arbeitsmarkt seit Ende des Jahres 2014, die Arbeitslosenquote sank von 13 Prozent auf aktuell 11,5 Prozent. Bei diesen insgesamt positiven Entwicklungen ist allerdings zu bedenken, dass ein Teil des Rückgangs der Arbeitslosigkeit auf eine gestiegene Auswanderung zurückzuführen ist (Groll 2015: [IfW-Box 2015.15](#)). Rekordniedrige Arbeitslosenzahlen werden derzeit aus Deutschland gemeldet, wo die Arbeitslosigkeit seit Ende der großen Rezession rückläufig war und aktuell deutlich unter 5 Prozent liegt (Abbildung 6).

**Abbildung 6:**  
Arbeitslosigkeit 2008–2016



Monatsdaten; Arbeitslosenquote (ILO-Definition), saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, Arbeitsmarktstatistik.

**Mit der allgemeinen Arbeitsmarktlage verbessert sich auch die berufliche Situation junger Menschen in den Peripherieländern.**

Die Jugendarbeitslosigkeit, also die Arbeitslosenquote der Erwerbsbevölkerung unter 25 Jahren, liegt zwar immer noch auf einem sehr hohen Niveau, geht inzwischen aber allmählich zurück. Hierbei ist zu beachten, dass in dieser Altersgruppe viele Menschen noch in Bildung bzw. Ausbildung sind und daher nicht zur Erwerbsbevölkerung zählen. Deshalb sollten zusätzlich andere Indikatoren wie beispielsweise die NEET-Quote herangezogen werden. Sie beschreibt den Bevölkerungsanteil an der gesamten Altersgruppe, der keiner Erwerbsarbeit nachgeht, aber auch nicht im Bildungs-, Ausbildungs- oder Weiterbildungsbereich gebunden ist (Kasten 1). Die Analyse zeigt, dass gerade in den Krisenländern der Anteil junger Menschen in Beschäftigungsverhältnissen zwischen 2006 und 2014 deutlich zurückgegangen ist, während gleichzeitig der Bevölkerungsanteil in Arbeitslosigkeit sowie in Bildung und Ausbildung zugenommen hat. Aktuell ist die Arbeitsmarktlage der jungen Bevölkerungsgruppen zwar immer noch deutlich schlechter als zur Vorkrisenzeit, es zeigt sich jedoch, dass die jeweiligen Kennzahlen seit 2014 rückläufig sind.

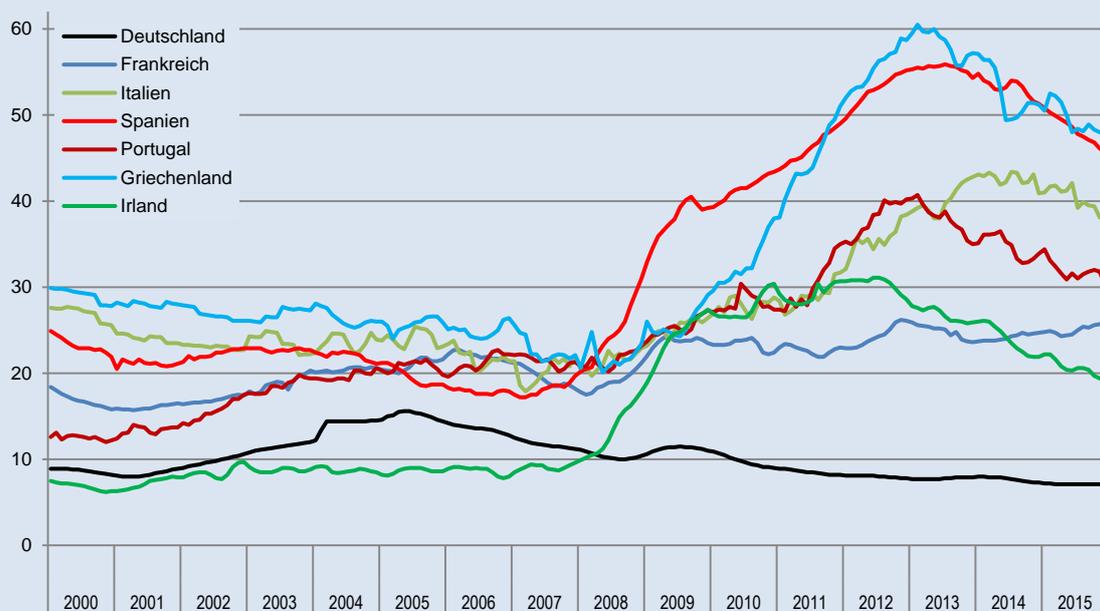
**Die Lohndynamik im Euroraum ist derzeit so gering wie noch nie seit Bestehen der Währungsunion.**

Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer nahm im dritten Quartal 2015 (jüngere Zahlen liegen noch nicht vor) um 1,1 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal zu, nach 1,3 Prozent im Quartal zuvor. Dies ist der niedrigste Anstieg der Lohnkosten in einem Quartal seit Bestehen der Währungsunion. Die Tarifverdienste, welche bereits bis zum vierten Quartal 2015 bekannt sind, stiegen mit 1,5 Prozent zwar etwas schneller. Allerdings wurden auch hier nur selten kleinere Anstiege in der Geschichte der Währungsunion verzeichnet. Zu den wesentlichen Gründen für die niedrige Lohnkostendynamik zählen die immer noch hohe

### Kasten 1: Jugendarbeitslosigkeit im Euroraum

In der Debatte um eine angemessene Euro-Krisenpolitik wird gelegentlich die hohe Arbeitslosenquote unter Jugendlichen in den Krisenstaaten beklagt. Die betroffenen jungen Menschen müssen Einkommensausfälle hinnehmen und verpassen Erfahrungen, die entscheidend für ihr weiteres Berufsleben sein können. Negative Auswirkungen auf die weitere Entwicklung der Arbeitsproduktivität und Verdienstmöglichkeiten sind zu befürchten. Somit könnte sich durch eine frühe, ausgedehnte Phase der Arbeitslosigkeit pfadabhängig eine dauerhafte Schmälerung der beruflichen Perspektiven und Lebenschancen ergeben. Die Jugendarbeitslosigkeit, üblicherweise bezogen auf die Altersgruppe unter 25 Jahren, lag in Spanien, Griechenland und Südtalien zeitweilig über 50 Prozent. Wie die Abbildung K1-1 zeigt, sind die jeweiligen Raten zwar inzwischen wieder rückläufig, sie liegen jedoch weiterhin auf einem sehr hohen Niveau. Diese Quote bezieht sich jedoch nicht auf die gesamte Altersgruppe, sondern lediglich auf die Erwerbsbevölkerung im jeweiligen Alter. Dabei sollte bedacht werden, dass ein bedeutender Teil der jungen Bevölkerungsgruppe sich noch in Bildung bzw. Ausbildung befindet. Es ist daher zweckmäßig, die Zusammensetzung der jungen Bevölkerung genauer anzuschauen, um die Dimension der aufgeworfenen Problematik abzuschätzen.

Abbildung K1-1:  
Jugendarbeitslosigkeit (unter 25 Jahre) 2000–2015



Quelle: Eurostat, Arbeitskräfteerhebung.

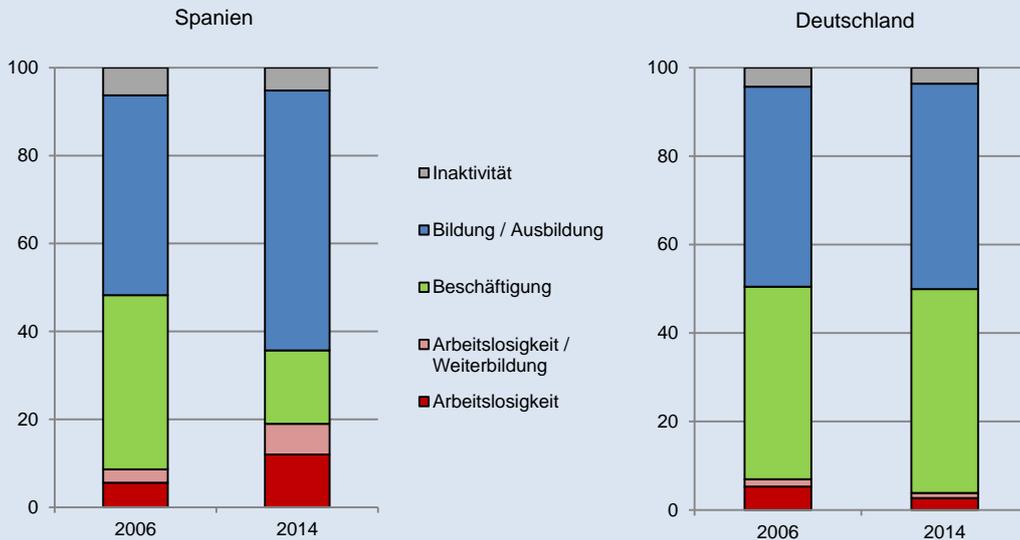
### Untergruppen der gesamten jungen Bevölkerung

Die betreffende Altersgruppe kann in mehrere Untergruppen eingeteilt werden. So gibt es unter der 15-24-jährigen Bevölkerung Arbeitslose (U=„Unemployed“), Beschäftigte (E=„Employed“), Inaktive (I=„Inactive“)<sup>a</sup> und solche, die sich in Ausbildungs- oder Bildungsmaßnahmen befinden (Edu =„Education and Training“). Zusätzlich gibt es noch Arbeitslose, die sich gerade in Weiterbildungsmaßnahmen befinden (UT=„Unemployed in Training“). Die Summe aller Untergruppen ergibt die Gesamtbevölkerung der Altersgruppe (100 Prozent).

Mit Daten aus dem „Labor Force Survey“ der EU lassen sich die Anteile der jeweiligen Untergruppen ermitteln. Abbildung K1-2 zeigt die Jahre 2006 und 2014 jeweils für Spanien und Deutschland im Vergleich. Dadurch wird deutlich, wie die relativ hohen Raten der Jugendarbeitslosigkeit in Spanien zustande kommen: Ein relativ hoher Anteil von Arbeitslosen (19 Prozent) steht einer relativ geringen Erwerbsbevölkerung (35 Prozent) gegenüber – alles in Relation zur gesamten Altersgruppe. Etwa zwei Drittel dieser Altersgruppe ist jedoch entweder in Bildungs- oder Ausbildungsmaßnahmen integriert oder

gilt als wirtschaftlich inaktiv. Bezogen auf die gesamte Altersgruppe der 15-24-Jährigen erscheint der Anteil der Arbeitslosen (19 Prozent) sowie der Anteil der Arbeitslosen ohne Weiterbildungsmaßnahmen (12 Prozent) weniger dramatisch, als eine Jugendarbeitslosigkeit von über 50 Prozent suggeriert.

**Abbildung K1-2:**  
Anteile an der Bevölkerungsgruppe der 15–24-Jährigen 2006 und 2014



Quelle: Eurostat, *Arbeitskräfteerhebung*; eigene Berechnungen.

Bezogen auf Spanien wird jedoch auch deutlich, wie massiv der Anteil der Beschäftigten zwischen 2006 und 2014 zurückgegangen ist (minus 23 Prozentpunkte), während neben der steigenden Arbeitslosigkeit (plus 10 Prozentpunkte) auch der Anteil der Menschen in Bildung/Ausbildung (plus 14 Prozentpunkte) zugenommen hat. Die Vermutung liegt nahe, dass ein bedeutender Teil der nicht mehr benötigten Arbeitskräfte vor dem Hintergrund der Wirtschaftskrise ins Bildungssystem „geflüchtet“ ist, statt auf dem Arbeitsmarkt Chancen zu suchen. Hier kehrt sich in drastischer Weise eine fragwürdige Entwicklung um, denn im Zuge der spanischen Immobilienblase in der ersten Hälfte der 2000er Jahre sind viele junge Menschen aus dem Bildungssystem direkt in den Bausektor gewechselt, um dort schneller Einkommen zu erzielen.

### Kennzahlen

Es gibt neben der Jugendarbeitslosigkeit weitere nützliche Kennzahlen, die das Problemfeld erfassen. Folgende drei Größen sollen hierzu definiert werden:

- Jugendarbeitslosigkeit (YU = „Youth Unemployment“) nach Definition der ILO bezieht die Arbeitslosen auf die Erwerbsbevölkerung im entsprechenden Alter, also auf die Erwerbstätigen zuzüglich aller Arbeitslosen.
- Der Prozentsatz der Arbeitslosen bezogen auf die Gesamtbevölkerung der Altersgruppe (YUR = „Youth Unemployment Ratio“) bezieht die Zahl der Arbeitslosen auf die Gesamtbevölkerung der Altersgruppe.
- Die NEET-Quote („Not in Employment, Education and Training“) bezeichnet den Anteil der Altersgruppe, der (a) nicht arbeitet, also arbeitslos oder inaktiv ist und (b) sich zum Umfragezeitpunkt nicht in Bildungs- oder Ausbildungsmaßnahmen befindet.

$$YU = \frac{U + UT}{U + UT + E}$$

$$YUR = \frac{U + UT}{U + UT + I + E + Edu}$$

$$NEET = \frac{U + I}{U + UT + I + E + Edu}$$

Tabelle K1-1 zeigt für die Anteile der oben genannten Untergruppen der jungen Bevölkerung im Alter von 15-24 Jahren und die arbeitsmarktpolitischen Kennzahlen, die sich daraus ergeben. Es zeigt sich,

dass es in Deutschland von 2006 bis 2014 eine Verbesserung der Arbeitsmarktsituation auch für junge Menschen gab, während sich die Zahlen für Frankreich nur geringfügig verschoben haben. Anders ist dies in den Krisenländern (GIIPS-Staaten): Die NEET-Quote und der Anteil der Arbeitslosen (YUR) nahmen dort in Relation zur gesamten Bevölkerung zu, allerdings weniger dramatisch, als der alleinige Blick auf die Jugendarbeitslosigkeit befürchten lässt. Die Gruppe der Inaktiven veränderte sich im Zeitverlauf im Allgemeinen nicht gravierend. Eine bedeutende Verschiebung gab es hingegen von der Gruppe der Beschäftigten in den Bildungsbereich und in die Arbeitslosigkeit.

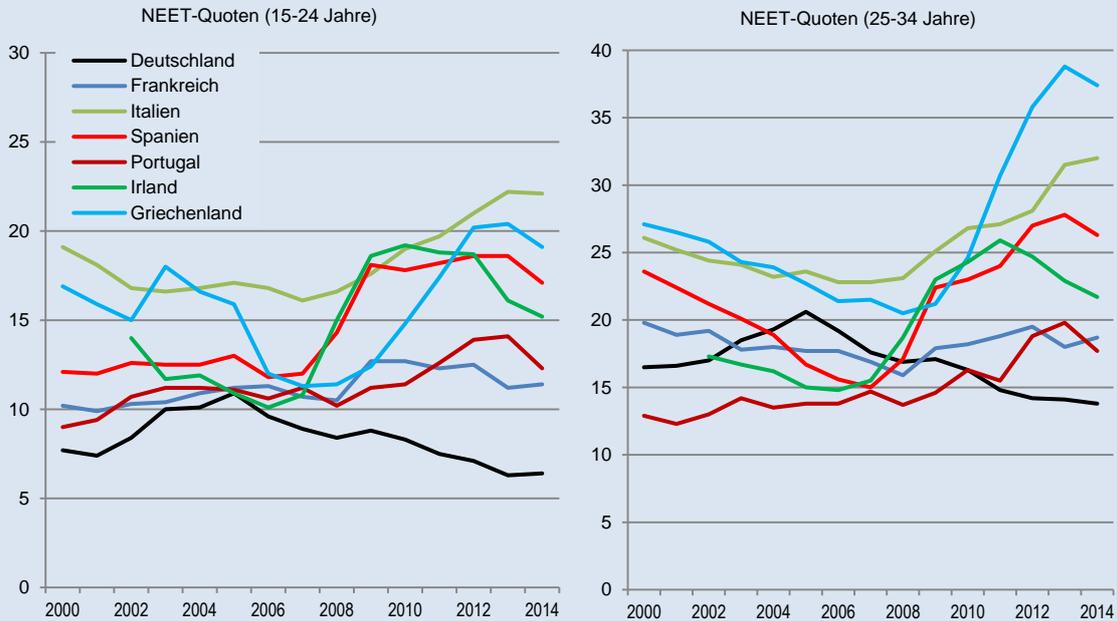
**Tabelle K1-1:**  
**Bevölkerungsanteile der 15–24-Jährigen im Vorkrisenvergleich 2006 und 2014**

	2006								2014							
	U	UT	I	E	Edu	YU	YUR	NEET	U	UT	I	E	Edu	YU	YUR	NEET
Deutschland	5,3	1,7	4,3	43,5	45,2	13,8	7,0	9,6	2,7	1,1	3,6	46,1	46,5	7,7	3,8	6,4
Frankreich	6,6	1,5	4,7	30,0	57,2	21,3	8,1	11,3	6,5	2,4	4,9	27,9	58,3	24,2	8,9	11,4
Italien	5,8	1,3	10,9	25,3	56,7	21,8	7,1	16,8	10,2	1,4	11,9	15,6	60,9	42,7	11,6	22,1
Spanien	5,6	3,0	6,3	39,6	45,5	17,9	8,6	11,8	12,0	7,0	5,2	16,7	59,1	53,2	19,0	17,1
Portugal	5,9	1,0	4,7	34,8	53,6	16,5	6,9	10,6	8,2	3,8	4,1	22,4	61,5	34,8	12,0	12,3
Griechenland	6,8	1,3	5,1	24,2	62,6	25,0	8,1	12,0	12,8	1,8	6,3	13,3	65,8	52,4	14,6	19,1
Irland	3,7	1,0	6,4	50,3	38,6	8,6	4,7	10,1	7,1	1,8	8,1	28,4	54,6	23,9	8,9	15,2

Prozentualer Anteil der 15-24-Jährigen. YU, YUR, NEET: Definitionen siehe oben.

Quelle: Eurostat, *Arbeitskräfteerhebung*; eigene Berechnungen.

**Abbildung K1-3:**  
**NEET-Quoten verschiedener Altersgruppen 2000–2014**



Prozentualer Anteil der jeweiligen Altersgruppe; NEET: Definition siehe oben.

Quelle: Eurostat, *Arbeitskräfteerhebung*.

Abbildung K1-3 zeigt NEET-Quoten im Zeitablauf. Mit Blick auf die Altersgruppe der 15–24-jährigen (links) lagen die NEET-Quoten vor der Krise in vielen Ländern bei 10–12 Prozent. Einzige Ausnahme ist Italien, das offenbar einen strukturell höheren Anteil an Inaktiven hat. Im Zuge der Krise stieg die NEET-

Quote auf bis zu 20 Prozent, während sie der Tendenz nach bereits im Jahr 2014 wieder nach unten zeigt. Interessant ist auch ein Blick auf die nächstältere Gruppe der 25–34-Jährigen, bei der berufliche Ausbildung mehrheitlich abgeschlossen ist. In dieser Gruppe war der Anteil der Inaktiven bereits vor der Krise um etwa 5 Prozentpunkte höher, sodass die entsprechenden NEET-Quoten der meisten Länder bei über 15 Prozent lagen. In der Folge ergab sich ein krisenbedingter Anstieg der NEET-Raten, der jedoch merklich größer ist als in der Altersgruppe der 15–24-Jährigen, insbesondere in Griechenland und Spanien. Zurückzuführen ist dieser Anstieg auf eine deutliche Zunahme des Bevölkerungsanteils in Arbeitslosigkeit um etwa 20 Prozentpunkte (Griechenland) bzw. 15 Prozentpunkte (Spanien). Hier zeigt sich mehr noch als in der Gruppe der 15–24-Jährigen die drastisch verschlechterte Arbeitsmarktsituation von Menschen zu Beginn ihres Berufslebens. Im Gegensatz zu der jüngeren Altersgruppe war eine „Flucht“ ins Bildungssystem hier ein weniger verbreitetes Phänomen - der Bevölkerungsanteil im Bildungssystem in dieser Altersgruppe lag im einstelligen Prozentbereich und erhöhte sich als Folge der Krise höchstens um zwei oder drei Prozentpunkte.

### Fazit

Eine Quote der Jugendarbeitslosigkeit von 50 Prozent bedeutet nicht, dass jeder zweite Jugendliche arbeitslos ist. Die vielzitierte Jugendarbeitslosigkeit ist bestenfalls als Indikator geeignet, um einen Hinweis auf Arbeitsmarktprobleme junger Menschen zu geben und um dies zu thematisieren. Allerdings wirkt es in der Debatte verzerrend, der absoluten Höhe dieses Indikators ein besonderes Gewicht beizumessen, da die Mehrheit der Menschen unter 25 Jahren gar nicht zur Erwerbsbevölkerung zählt. Nichtsdestotrotz ist die Situation für die Betroffenen höchst problematisch. Zu beachten ist, dass das Ausmaß dieser Problematik zum Teil durch die Flucht ins Bildungssystem verschleiert wird. Hinzu kommt, dass nach ILO-Definition bereits als beschäftigt gilt, wer nur eine Stunde pro Woche einer bezahlten Tätigkeit nachgeht. Wenn also junge Menschen aus Mangel an Alternativen lediglich schlecht bezahlten Teilzeitjobs ohne Perspektive nachgehen, oder wenn sie trotz guter Ausbildung keine Stelle in dem Bereich bekommen, für den sie eigentlich qualifiziert sind, dann wird ihr Schicksal in sämtlichen obigen Kennziffern nicht als Problem erkannt.

Gerade junge Menschen sind zum Zeitpunkt des Berufseinstiegs darauf angewiesen, dass Unternehmen regelmäßig neue Mitarbeiter einstellen, und dass auch Bewerber ohne relevante berufliche Erfahrung Chancen erhalten. Insofern ist eine insgesamt schlechte Arbeitsmarktsituation das wesentliche Problem, welches junge Menschen in einer entscheidenden Lebensphase besonders betrifft.

<sup>2</sup>Die Gruppe der wirtschaftlich Inaktiven, die keiner Beschäftigung nachgehen und auch nicht durch Bildungsmaßnahmen ihre berufliche Qualifikation verbessern, ist sehr heterogen. Folgende Gründe können zu Inaktivität führen: (1) Familiäre Verpflichtungen, (2) Krankheit, (3) Übergangs- und Orientierungsphasen zwischen Schule/Ausbildung/Beruf, (4) Reisen oder schöpferische Tätigkeiten (z.B. Kunst, Musik), sowie (5) Entmutigung z.B. aufgrund beruflicher Perspektivlosigkeit. Insbesondere der letztgenannte Grund erfordert unterschiedenes staatliches Handeln – der größere Teil der Gruppe der Inaktiven ist jedoch in einer weniger prekären Lage.

Arbeitslosigkeit, die niedrigen Produktivitäts- und Preissteigerungen sowie anhaltend dämpfende Effekte von in den vergangenen Jahren eingeleiteten Arbeitsmarktreformen in einigen Mitgliedstaaten.

## Weitere Lockerungssignale der Geldpolitik

**Die Europäische Zentralbank deutet eine weitere Lockerung ihrer Geldpolitik an.** Bereits im Dezember letzten Jahres hatte die EZB bekanntgegeben, ihr Anleihekaufprogramm auszuweiten; die monatlichen Käufe in Höhe von 60 Mrd. Euro sollen nun bis mindestens

März 2017 durchgeführt werden (für eine Diskussion der mit dem Lockerungsprogramm verbundenen Risiken siehe Boysen-Hogrefe et al. 2016). Um die Umsetzbarkeit sicherzustellen, wurden die Anleihen regionaler Gebietskörperschaften in das Programm aufgenommen und der Einlagezins auf -0,3 Prozent abgesenkt. Letzteres ist von Bedeutung, da die EZB keine Papiere ankauft, deren Verzinsung unter dem Einlagezins liegt. Insgesamt kam es durch die Lockerungspolitik zu einer deutlichen Ausweitung der Geldbasis. Gleichzeitig erhöhten sich aber auch die Salden im TARGET-II-System wieder, was auf verschiedene Ursachen zurückzuführen sein kann (Kasten 2). Bezogen

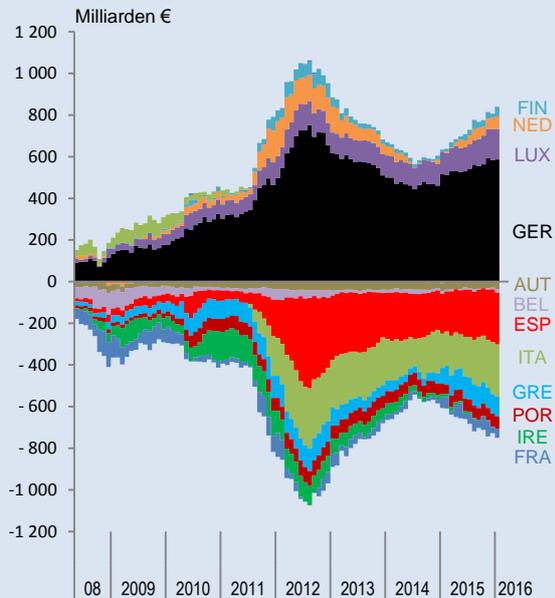
**Kasten 2:**  
**Zum Wiederanstieg der TARGET-Salden**

TARGET-II bezeichnet das zwischen den nationalen Zentralbanken des Euroraums bestehende Verrechnungssystem zum Ausgleich von zahlungsbilanzrelevanten Liquiditätssalden zwischen den Mitgliedsländern. Neutralisieren sich die von den Marktakteuren vorgenommenen grenzüberschreitenden Leistungs- und Kapitalströme zwischen den Euro-Ländern nicht, so werden die Salden durch die jeweilige Zentralbank ausgeglichen. So führt ein Nettoliquiditätsabfluss eines Landes zu einem TARGET-Defizit gegenüber dem übrigen Euroraum, während bei einem Nettoliquiditätszufluss ein entsprechender TARGET-Überschuss entsteht. Konzipiert war dieses System ursprünglich zur technischen Abwicklung der im täglichen Wirtschaftsverkehr auftretenden kurzfristigen Liquiditätssalden.

Im Zuge der Euro-Krise schwollen die TARGET-Salden jedoch massiv an, und das System entwickelte sich zu einem Mechanismus zur fortdauernden monetären Zahlungsbilanzfinanzierung (Kooths und van Roye 2012). Starke Bewegungen im TARGET-System können als Krisenbarometer für das Eurosystem interpretiert werden, weil sie auf eine divergierende Einschätzung der Stabilität der nationalen Finanzsysteme durch die Marktteilnehmer hinweisen. TARGET-Defizite eines Krisenlandes spiegeln dann Kapital- und Liquiditätsflucht (hierzu zählen auch verstärkte Barabhebungen) wider, die sich im als solventer geltenden Kern des Währungsraums spiegelbildlich als TARGET-Überschüsse zeigen. Je länger der Netto-Liquiditätsabfluss in den Krisenländern durch Geldschöpfung der dortigen Zentralbank ersetzt wird, desto länger kann sich der Prozess anschwellender TARGET-Salden fortsetzen. Während sich die TARGET-Salden nach der Einrichtung verschiedener Rettungsmechanismen und flankierender Maßnahmen durch die EZB (OMT-Ankündigung) nach der akuten Phase der Krise im Euroraum zunächst wieder etwas zurückbildeten, stiegen sie seit Mitte 2014 wieder deutlich an (Abbildung K2-1). Als Erklärung bieten sich vor allem die folgenden Ursachen an:

- (1) Durch die neue Banken-Abwicklungsrichtlinie (BRRD), die bereits im März 2014 beschlossen wurde, sind Guthaben oberhalb einer Grenze von 100 000 Euro unsicherer geworden. Diese können im Fall einer Bankenschieflage anteilig für die Verlustabdeckung herangezogen werden, wie es bereits im Jahr 2013 in Zypern geschehen ist. Gerade Länder mit ausgeprägten TARGET-Defiziten haben ein eher fragiles Bankensystem, was sich

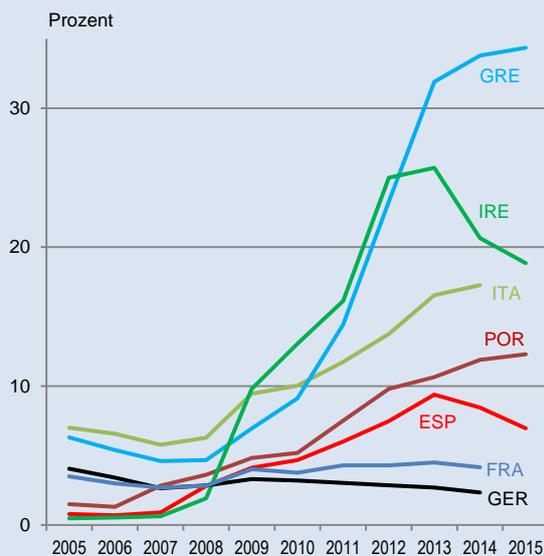
**Abbildung K2-1:**  
**TARGET-Salden 2008–2016**



Monatsdaten, Nettoforderungen gegenüber dem Eurosystem.

Quelle: Europäische Zentralbank.

**Abbildung K2-2:**  
**Notleidende Kredite 2005–2015**



Jahresdaten, in Prozent aller Kredite.

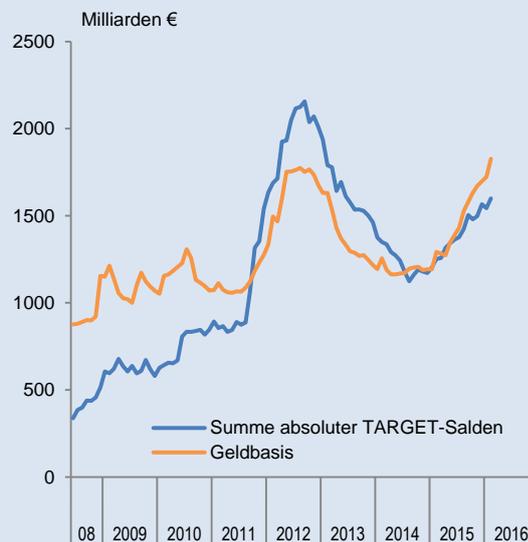
Quelle: Weltbank, WDI.

auch im Anteil notleidender Kredite zeigt (Abbildung K2-2). Es erscheint daher plausibel, dass vorausschauende Akteure das Risiko eines Bail-Ins größerer Guthaben bei dortigen Banken höher einschätzen. Kontoinhaber aus diesen Ländern könnten ihre Bankguthaben im Sinne der Risikovermeidung zu als sicherer geltenden Auslandsbanken transferiert haben (Liquiditätsflucht).

(2) In der zweiten Hälfte des Jahres 2014 zeichneten sich in Griechenland eine bevorstehende Neuwahl und eine mögliche Regierungsmehrheit unter Führung der Syriza-Partei ab, was im Februar 2015 auch eintrat. Zeitgleich zu dieser Entwicklung setzte ein verstärkter Abzug von Guthaben aus dem griechischen Bankensystem ein, der von einer fortlaufenden Erhöhung der ELA-Notkredite an das griechische Bankensystem begleitet wurde. Zentralbankgeld wurde also fortlaufend neu geschöpft, um das griechische Finanzsystem liquide zu halten, dieses floss jedoch immer wieder zu Lasten der griechischen TARGET-Position ab. Im Juni 2015 gipfelte dieser Prozess darin, dass Kapitalverkehrskontrollen und Bargeldbeschränkungen im griechischen Bankensystem eingeführt werden mussten. Insgesamt wurde klar, dass erstens die Gefahr von Staatsschuldenkrisen im Euroraum keinesfalls gebannt war und zweitens, dass Bankguthaben dem Besitzer im Extremfall nicht mehr frei zugänglich sein könnten. Hierdurch könnten Kapital- und Guthabenverlagerungen und somit eine Trendumkehr der vormals rückläufigen TARGET-Salden ausgelöst oder verstärkt worden sein (Kapital- und Liquiditätsflucht).

(3) Im Rahmen des Quantitative-Easing-Programms kaufen die nationalen Zentralbanken und die EZB seit März 2015 vor allem Staatsanleihen in großem Umfang auf. Den vormaligen Eigentümern der Staatspapiere – so auch den Banken in den Peripherieländern des Euroraums – fließt somit neues Zentralbankgeld zu. Hätten diese Banken ein Liquiditätsproblem, hätten sie dieses auch ohne die zusätzlichen Mittel aus den QE-Programmen im Zuge der von der EZB angebotenen Refinanzierungspolitik befriedigen können. Tatsächlich entsteht durch die zusätzlichen Ankaufprogramme des Eurosystems in großem Umfang Überschussliquidität, die die Verkäufer vor allem dazu nutzen dürften, um Neuanlagen in solchen Vermögensklassen zu tätigen, die als ähnlich risikoarm gelten wie jene Papiere, die sie im Zuge der QE-Programme an das Eurosystem abgeben. In dem Maße, wie Anleihen mit guter Bonität (z.B. Unternehmensanleihen mit geringem Ausfallrisiko) relativ häufiger in den Kernländern des Euroraums zu finden sind, dürften wiederum Geldströme nach Kerneuropa entstehen, die mit entsprechenden TARGET-Salden einhergehen (Kapitalflucht). Hierfür spricht, dass sich die monetäre Basis und die Summe der absoluten Beträge aller TARGET-Salden innerhalb des Eurosystems in einer Weise entwickeln, aus der ein gleichgerichteter Verlauf beider Größen hervorgeht (Abbildung K2-3).<sup>a</sup> Die Zentralbankkäufe hätten dann den Nebeneffekt anschwellender TARGET-Salden, ohne die Kredit- und Liquiditätsversorgung in den Ländern der Peripherie erkennbar zu stimulieren. Zudem unterhöhlt dieser Vorgang die ursprünglich vorgesehenen nationalen Haftungsregeln der im Zuge der QE-Programme erworbenen Wertpapiere (Boysen-Hogrefe et al. 2016), weil im Falle des Austritts eines Landes aus dem Währungsraum bzw. beim Zusammenbruch des Eurosystems Unsicherheit über den Wert der TARGET-Positionen herrschen dürfte.

**Abbildung K2-3:**  
**TARGET-Salden und Geldbasis 2008–2016**



Monatsdaten.

Quelle: Europäische Zentralbank.

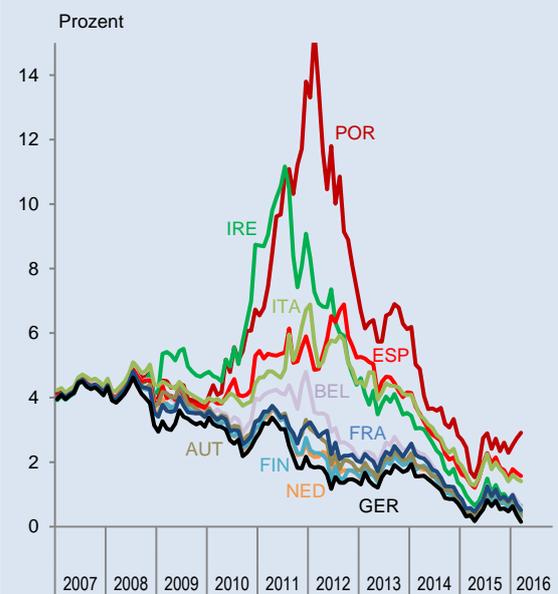
<sup>a</sup>Der Gleichlauf kann hier nur als Indiz und nicht als Kausalität gesehen werden, da durchaus möglich ist, dass steigende TARGET-Salden eine Ausweitung der Geldbasis herbeiführen, wenn z.B. ein länderübergreifender Interbankenkredit durch Zentralbankliquidität ersetzt wird.

auf das Lockerungsprogramm der EZB flossen signifikante Teile des neu geschöpften Geldes aus einigen Ländern direkt wieder ab. Dies legt nahe, dass strukturelle Faktoren die Wirksamkeit der Geldpolitik einschränken. Da die Inflationsdynamik zuletzt schwächer ausfiel als erwartet, kündigte EZB-Präsident Mario Draghi auf der Pressekonferenz am 21. Januar eine Überprüfung der geldpolitischen Ausrichtung an. Bis zur Ratssitzung am 10. März sollen deshalb Vorbereitungen getroffen werden, so dass alle Politikoptionen für eine eventuelle weitere Lockerung zur Verfügung stehen. Die EZB beließ die Zentralbankzinssätze unverändert auf niedrigem Niveau; dort oder noch darunter sollen sie nach Aussage ihres Präsidenten auch für einen längeren Zeitraum verbleiben. Zuletzt wurden im Zusammenhang mit der Kriminalitätsbekämpfung auch Maßnahmen zur Verringerung der Attraktivität von Bargeldtransaktionen ins Spiel gebracht, wie z.B. die Abschaffung des 500-Euro-Scheins. Dies hätte den Nebeneffekt, dass die Zentralbank ihre Einlagezinsen etwas tiefer in den negativen Bereich senken könnte, da die Kosten einer Umschichtung in Bargeld dann höher wären.

**Die Zinsen auf Staatsanleihen sind in den meisten Euroraumländern sehr niedrig.** Nachdem die Zinsen im vergangenen Sommer etwas gestiegen waren, fielen sie zuletzt für den Großteil der Länder wieder in etwa auf das Niveau von vor einem Jahr (Abbildung 7). Die Verzinsung zehnjähriger Staatsanleihen lag damit für die meisten Länder zuletzt zwischen 0,1 und 0,7 Prozent. Leicht darüber lagen die gleichwohl sehr günstigen Zinsen Spaniens und Italiens mit 1,6 und 1,4 Prozent. Lediglich in Portugal kam es in den ersten Monaten des neuen Jahres zu einem Anstieg der Sätze auf nun 2,9 Prozent; ebenso wie in Griechenland mit 10,2 Prozent, das sich derzeit aber nicht an den Kapitalmärkten finanziert. Auch die Zinsstrukturkurve im Euroraum flachte sich zuletzt wieder ab. Zwischen April und Juni letzten Jahres kam es zu einem Anstieg der in den vorhergehenden Monaten sehr niedrigen Zinsaufschläge für längere Laufzeiten. Seitdem

schwankten diese aber wieder auf einen Abwärtstrend ein.

**Abbildung 7:**  
Zinsen auf Staatsanleihen 2006–2016



Tagesdaten, 10-jährige Staatsanleihen.

Quelle: Thomson Reuters Datastream.

**Der Außenwert des Euro erfuhr zuletzt einen leichten Auftrieb.** Nachdem der nominal effektive Wechselkurs des Euro Anfang 2015 im Zuge des Einstiegs der EZB in ihr aktuelles Programm der quantitativen Lockerung deutlich nachgegeben hatte, stieg er seitdem wieder an und lag zuletzt etwa vier Prozent über seinem Vorjahreswert. Die Entwicklung einzelner Wechselkurse ging dabei auseinander: während der Euro gegenüber dem Pfund im Jahresvergleich aufwertete, verlor er gegenüber dem Yen. Ein Euro kostete zuletzt 1,09 Dollar, was nach einem Anstieg zur Jahresmitte in etwa wieder dem Preis von vor einem Jahr entspricht. Dies dürfte insbesondere darauf zurückzuführen sein, dass die Geldpolitik im Euroraum auf absehbare Zeit expansiver ausgerichtet sein dürfte als in den USA.

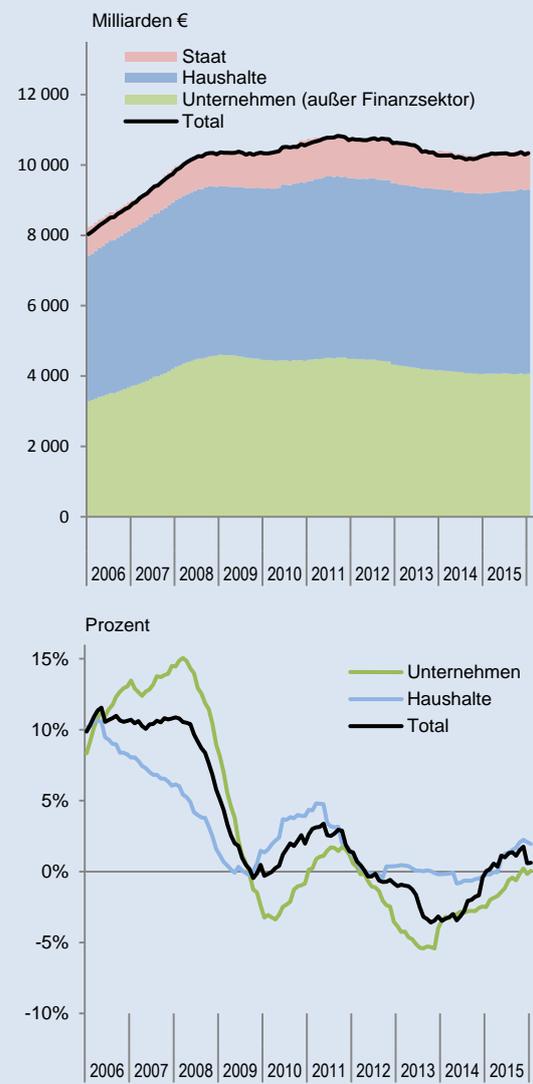
**Die Kreditvergabe im Euroraum steigt wieder.** Nach einer dreijährigen Entschuldungs-

phase nahm das Volumen der Bankkredite in 2015 erstmals wieder zu (Abbildung Bankkredite an nichtfinanziellen Sektor). Insbesondere kam es zu einer Ausweitung der Darlehen an Haushalte, während sich die Reduktion bei den Unternehmen deutlich entschleunigte und zuletzt zum Erliegen kam (Abbildung 8).

**Die jüngsten Kursturbulenzen deuten auf neue Zweifel an der Stabilität des europäischen Finanzsektors hin.** Insbesondere bankbezogene Wertpapiere sind zu Jahresbeginn unter Druck geraten. Ein Grund könnte sein, dass im Zuge der weiter nachgebenden Rohstoffpreise die Ausfallwahrscheinlichkeiten für Kredite an Rohstoffexportländer oder Unternehmen im Rohstoffsektor nun höher eingeschätzt wurden. Ein weiterer Grund könnte sein, dass eine Abschwächung der weltwirtschaftlichen Dynamik befürchtet wurde. Die Prämien für Kreditausfallversicherungen europäischer Banken sind im Vergleich zu US-amerikanischen Finanzinstituten allerdings deutlich stärker gestiegen (Abbildung 9). Dies deutet auf besondere europäische Faktoren bei der beobachteten Unruhe im Finanzsektor hin.

**Die zum Jahreswechsel wirksam gewordene EU-Abwicklungsrichtlinie für Banken (BRRD) dürfte zur Unruhe beigetragen haben.** Diese sieht vor, den Finanzsektor an möglichen Verlusten zu beteiligen, indem nachrangiges Fremdkapital der Bank zu Eigenkapital umgewandelt werden kann (Bail-In), um die Verlusttragfähigkeit von Banken zu stärken. Während der weltweiten Finanzkrise musste im Fall einer Bankenschieflage häufig der Steuerzahler einspringen, so dass systemische Risiken des Bankensektors bislang überwiegend durch implizite Garantien der jeweiligen Nationalstaaten abgedeckt worden sind. Nun wird der Finanzsektor gezwungen, Erstausrisiken selbst zu tragen. Bevor bei einer Bankenschieflage auf öffentliche Mittel zurückgegriffen werden kann, werden zuerst bestimmte Bankgläubiger und anteilig auch Bankguthaben jenseits von 100 000 Euro herangezogen. Jedoch ist bislang unsicher, wie die Regeln zur Auswahl

**Abbildung 8:**  
Bankkredite an den nicht-finanziellen Sektor 2006–2015



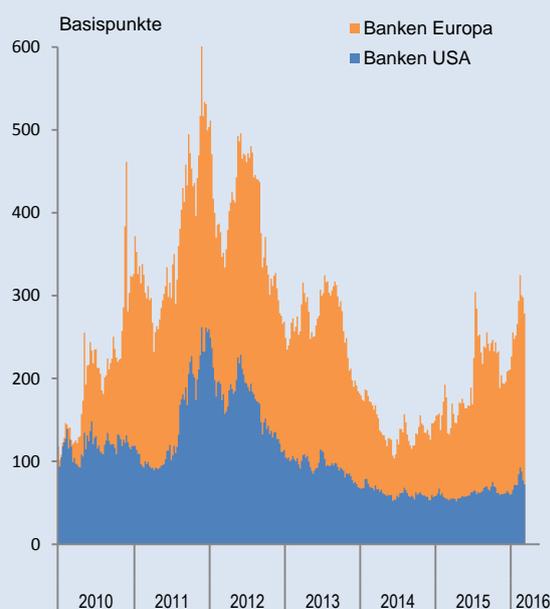
Monatsdaten, oberes Diagramm: Bestände, unteres Diagramm: Veränderung gegenüber dem Vorjahresmonat.

Quelle: Europäische Zentralbank.

verschiedener für einen solchen Bail-In in Frage kommender Anleihen angewandt werden. Die Risikowahrnehmung für entsprechende Anleiheklassen erhöhte sich Anfang des Jahres deutlich, so dass Finanzierungskosten der Geschäftsbanken stiegen, mit Auswirkungen auf die allgemeinen Ertragsaussichten von Finanzinstituten. Inzwischen wurde die Abwicklungsrichtlinie vonseiten des italienischen Finanzministers Padoa-Schioppa bereits wieder kritisiert, da sie

„mehr Instabilität als Stabilität“ mit sich bringe. Diese Ansicht stellt allerdings keine Mehrheitsmeinung dar, so dass geforderte Abmilderungen der derzeitigen Bail-In-Regelung wohl nicht umgesetzt werden.

**Abbildung 9:**  
Kreditausfallversicherungen für Banken 2010–2016



Wochendaten, Prämien für Kreditausfallversicherungen (CDS) über 5 Jahre.

Quelle: Standard and Poor's, CMA.

## Öffentliche Haushalte: Konjunkturelle Erholung und sinkende Zinslast überlagern expansive Finanzpolitik

Im Jahr 2015 ist das Budgetdefizit im Euroraum trotz nachlassender Konsolidierung merklich gesunken. Es ging von 2,6 auf 2,2 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt zurück, was vorrangig an gestiegenen Einnahmen im Zuge der konjunkturellen Belebung lag (Tabelle 1). Zudem sind die Zinsausgaben im vergangenen Jahr in einigen Mitgliedsländern zum Teil deutlich gesunken. Das strukturelle Budget hat sich nach Berechnungen der Europäischen Kommission allerdings ver-

**Tabelle 1:**  
Budgetsalden der Staaten im Euroraum 2015–2017

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

Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

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

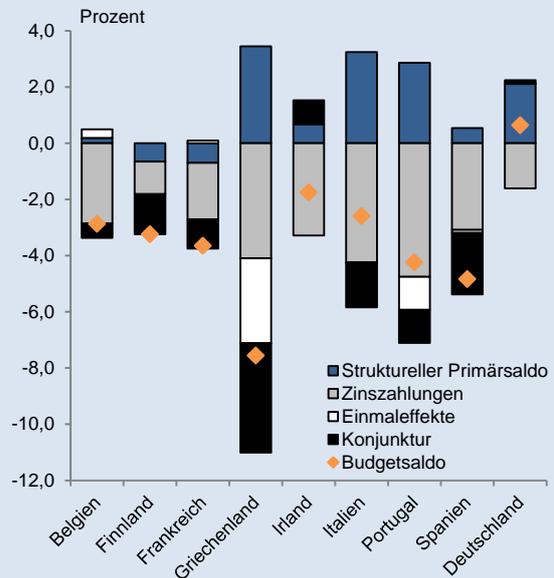
schlechtert. Die Finanzpolitik hat den Konsolidierungskurs in den meisten Ländern verlassen.

**Nahezu in allen Mitgliedsländern verringerten sich die Budgetdefizite.** So sank das Budgetdefizit in Spanien von 5,9 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (2014) auf 4,5 Prozent (2015). Berücksichtigt man allerdings den Wegfall von Einmaleffekten, die gesunkenen Zinsausgaben und Konjunkturreffekte, zeigt sich ein merklicher Anstieg des strukturellen Fehlbetrags. Dieser ist vorwiegend darauf zurückzuführen, dass die damalige Regierung Rajoy im Wahljahr 2015 Steuersenkungen durchführte. Ähnlich ist die Situation in Portugal, wo der Wegfall von belastenden Einmaleffekten das Budget deutlich verbessert hat. Zugleich hat sich der strukturelle Budgetsaldo nach Berechnungen der Europäischen Kommission um 0,5 Prozentpunkte verschlechtert. In Frankreich und Italien ist das Budgetdefizit jeweils leicht gesunken, was allerdings kaum auf Konsolidierungsmaßnahmen, sondern vor allem auf sinkende Zinsausgaben zurückzuführen ist.

**Das Budgetdefizit in Griechenland wurde hingegen merklich ausgeweitet.** Damit ist Griechenland das einzige Land im Euroraum, dessen Budgetsaldo sich im Jahr 2015 massiv verschlechtert hat. Dies geht allerdings auf Einmaleffekte im Zuge der Bankenkrise des vergangenen Jahres zurück, so dass das Budgetdefizit im laufenden Jahr deutlich niedriger ausfallen dürfte. Dabei ist unterstellt, dass stark steigende Ausgaben im Zuge der Flüchtlingskrise großenteils von der EU getragen werden.

**Die sinkenden Budgetdefizite sind kein Anlass, die Konsolidierungspolitik auszusetzen.** In einer Reihe von Ländern liegen weiterhin deutliche strukturelle Defizite bei zum Teil hohen bis sehr hohen Bruttoschuldenständen vor. So wiesen nach Berechnungen der Europäischen Kommission Belgien, Irland, Spanien und Frankreich jeweils ein strukturelles Defizit von reichlich 2 ½ Prozent der Wirtschaftsleistung auf, wobei alle diese Länder Bruttoschuldenstände von nahe oder über 100 Prozent in Relation zur Wirtschaftsleistung aufwiesen (Abbildung 10). Frankreich konnte über einige Jahre hinweg spürbar stärker von der Niedrigzinsphase profitieren als die anderen genannten Länder. So ist die rechnerische Durchschnittsverzinsung der französischen Bruttoschuld von rund 4,4 Prozent im Jahr 2008 auf gut 2,1 Prozent im Jahr 2015 gesunken (Abbildung 11). Das niedrige Zinsniveau hat somit den französischen Staat in einer ähnlichen Weise entlastet wie den deutschen Staat. Dies bedeutet zugleich, dass Frankreich in den kommenden Jahren nicht mehr so stark von der Niedrigzinsphase profitieren wird, wie vielleicht andere Länder des Euroraums, die erst seit kürzerer Zeit günstige Finanzierungsbedingungen erhalten. Somit würde bei einer Zinswende hier schneller zusätzlicher Konsolidierungsbedarf entstehen, da die Zinsen für Neuemissionen zügiger über der Verzinsung auslaufender Anleihen liegen werden.

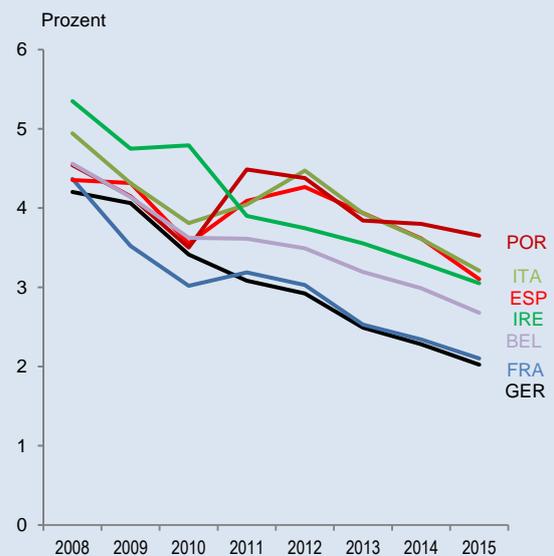
**Abbildung 10:**  
Budgetsaldden in ausgewählten Ländern des Euroraums



Jahresdaten, in Relation zum BIP.

Quelle: Europäische Kommission, AMECO; eigene Berechnungen.

**Abbildung 11:**  
Rechnerische Durchschnittsverzinsung der Staatsschuld ausgewählter Länder im Euroraum 2008–2015



Jahresdaten. Zinsausgaben relativ zum Bruttoschuldenstand des Vorjahres.

Quelle: Europäische Kommission, AMECO.

**Die Haushaltslage wird sich im laufenden Jahr weiter leicht verbessern.** Die sinkenden Zinsausgaben dürften in den meisten Mitgliedsländern weiter für Entlastung sorgen. Zudem werden die positiven Effekte der konjunkturellen Erholung anhalten. Allerdings werden neue Ausgaben im Zuge der Flüchtlingsmigration die Budgets vor allem in Deutschland und Österreich merklich belasten, so dass das Budgetdefizit im Euroraum insgesamt nur geringfügig auf 2,1 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt sinkt und Euroraum ohne Deutschland auf 3,0 Prozent. Der strukturelle Budgetsaldo wird sich in beiden Fällen wohl leicht verschlechtern.

**Es bestehen erhebliche Unstimmigkeiten bezüglich des weiteren Kurses der Finanzpolitik.** Mehrere Spitzenpolitiker hoch verschuldeter Länder, etwa der italienische Ministerpräsident Matteo Renzi, kritisieren die von der Europäischen Kommission angemahnte Haushaltskonsolidierung. Frankreich hat seine Konsolidierungspläne mit der Begründung gesteigerter Sicherheitsausgaben abgemildert. In Spanien ist angesichts der bisher gescheiterten Regierungsbildung unklar, welche Maßnahmen das Land im Weiteren ergreifen wird, wobei sämtliche Parteien in unterschiedlichem Maße eine Aufweichung der Haushaltsregeln durchsetzen möchten. Portugal hingegen hatte zunächst eine klare Abkehr von den mit der Europäischen Kommission vereinbarten Budgetzielen verkündet. Nachdem aber während der jüngsten Finanzmarkturbulenzen die Umlaufrenditen von portugiesischen Anleihen deutlich gestiegen waren, brachte die portugiesische Regierung einige Konsolidierungsmaßnahmen auf den Weg, die den Expansionsgrad der portugiesischen Finanzpolitik verringern dürften. Insgesamt rechnen wir damit, dass die Maßnahmen der Finanzpolitik im Euroraum das Budget ähnlich wie im Jahr zuvor belasten werden.

**Für das Jahr 2017 rechnen wir mit einem abermals leicht sinkenden Budgetdefizit.** Die anziehende Konjunktur dürfte sich positiv bemerkbar machen, und sinkende Zinsaus-

gaben werden wohl nochmals die Budgets entlasten. Insgesamt dürfte das Budgetdefizit im Euroraum auf 1,9 Prozent in Relation zur Wirtschaftsleistung sinken und im Euroraum ohne Deutschland auf 2,6 Prozent. Die strukturellen Budgetsalden werden sich wohl jeweils wieder verschlechtern.

---

### Ausblick: Produktionsanstieg nur allmählich mit mehr Schwung

---

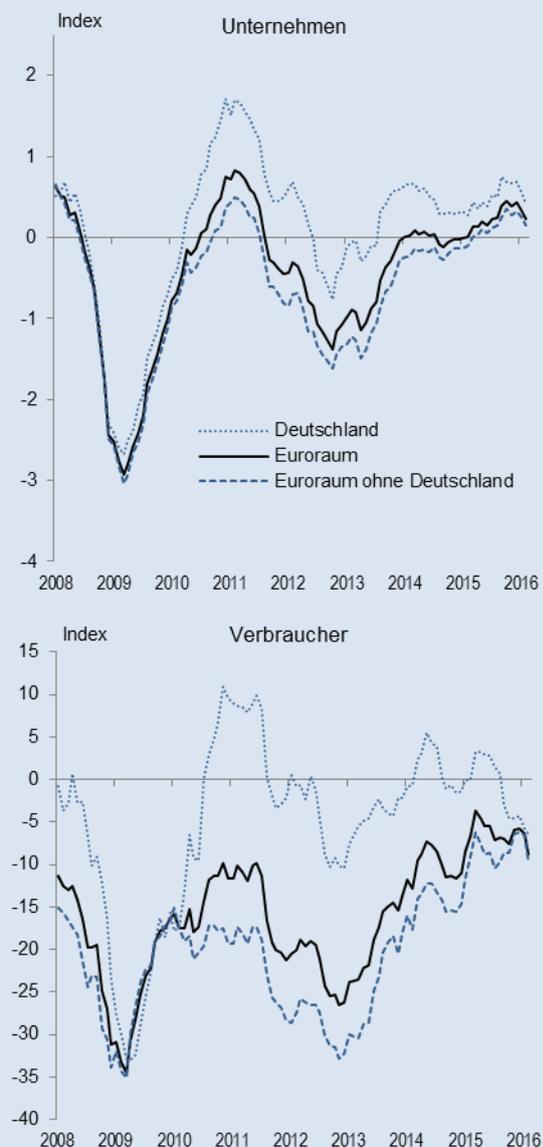
**Die Konjunkturtendenz am aktuellen Rand hat sich leicht eingetrübt.** Die erhöhte politische Unsicherheit strahlt auf die Erwartungen und das Verhalten von Marktteilnehmern aus. Auch die Turbulenzen an den europäischen Finanzmärkten zu Jahresbeginn und die fortdauernde Schwächephase der Schwellenländer belasten die weiteren Aussichten für den Euroraum. Konjunkturindikatoren zeigen am aktuellen Rand erkennbar nach unten (Abbildung 12). Gleichzeitig sind andere Indikatoren stabil bzw. sogar aufwärts gerichtet (z.B. Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe, Fahrzeugneuzulassungen). Auch der EUROFRAME-Indikator deutet für die kommenden Monate auf eine moderate Zunahme der wirtschaftlichen Aktivität hin (EUROFRAME 2016). Insgesamt ist bei diesem gemischten Bild nicht erkennbar, dass die zuletzt verzeichneten Dämpfer aus dem weltwirtschaftlichen Umfeld die Wirtschaft des Euroraums dauerhaft in Mitleidenschaft ziehen werden.

**Im Verlauf dieses Jahres dürfte sich die Konjunktur wieder festigen.** Dafür spricht, dass die Stimmung der Unternehmen sowohl in Deutschland als auch im übrigen Euroraum trotz kleinerer Rückschläge auf einem Niveau liegt, das auf einen fortgesetzten moderaten Produktionsanstieg hindeutet. Seit Anfang 2013 hat sich die Stimmung sowohl bei den Verbrauchern als auch bei den Unternehmen erkennbar verbessert, auch wenn es wiederholt vorübergehende Rückgänge gegeben hat. Die Binnenabsorption zeigte sich zudem im Jahr 2015 robust, so dass die stabilen Auftriebskräfte zuletzt vor allem durch die unerwartet schwache Weltkonjunktur ausgebremst wurden. Auch werden

sich einige politische Unsicherheiten im Jahresverlauf auf die eine oder andere Weise auflösen (Brexit, Regierungsbildung in Spanien, Irland und der Slowakei). Die Konjunktur im Euroraum dürfte weiterhin vom extrem niedrigen Ölpreis, von den niedrigen Zinsen und dem für Exporteure vorteilhaften niedrigen Außenwert

des Euro profitieren.<sup>1</sup> Die verhaltene Erholung der vergangenen zwei Jahre lässt ebenfalls nicht auf eine Überhitzung schließen, die eine baldige Korrektur erforderlich machen würde. Die Auftriebskräfte scheinen somit intakt zu sein, so dass die beobachtete leichte Eintrübung am aktuellen Rand nur von vorübergehender Natur sein dürfte.

**Abbildung 13:**  
Stimmungsindikatoren 2008–2016



Monatsdaten; saisonbereinigt.

Quelle: Europäische Kommission, *Business and Consumer Survey*; eigene Berechnungen.

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

Der private Verbrauch dürfte neben den Kaufkraftzuwächsen infolge des starken Rückgangs der Energiepreise auch von der voranschreitenden Belebung am Arbeitsmarkt profitieren. Die Finanzpolitik wird über den Prognosezeitraum hinweg voraussichtlich zusehends expansiver ausgerichtet sein. In Folge einer zusehends Tritt fassenden Konjunktur dürfte auch die Investitionstätigkeit weiter zunehmen, gerade auch vor dem Hintergrund der günstigen Finanzierungsbedingungen.

### Der Außenhandel wird im Prognosezeitraum voraussichtlich kaum Impulse geben.

Die Ausfuhren dürften von der verhaltenen Zunahme des Welthandels profitieren, während der weiterhin niedrige Außenwert des Euro gegenüber den wichtigsten Handelspartnern die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen stützt. Für den Prognosezeitraum erwarten wir daher einen moderaten Zuwachs bei den Exporten. Rein rechnerisch wird der Außenhandel dennoch kaum zur Expansion des Bruttoinlandsprodukts beitragen, da mit der allmählichen Belebung der inländischen Verwendung auch die Importe stärker zulegen dürften.

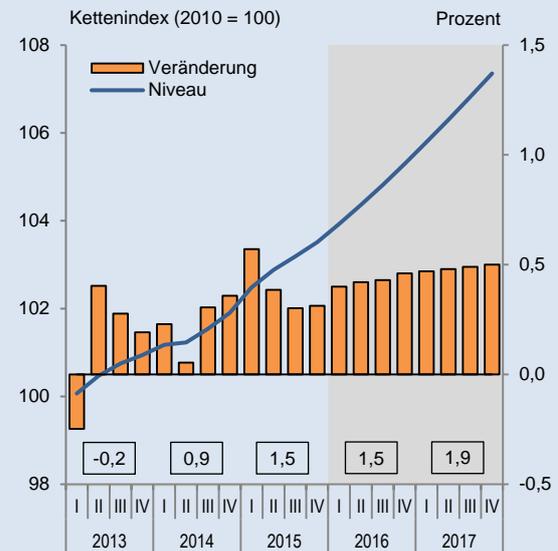
<sup>1</sup> Niedrige Ölpreise wirken für sich genommen stimulierend. Insoweit der Ölpreistrückgang jedoch Ausdruck einer weltweiten Konjunkturschwäche ist, kann der Gesamteffekt selbst für ein (netto-)ölimportierendes Land negativ sein. Für die Einzelstaaten dürfte der Gesamteffekt unterschiedlich ausfallen, je nach Grad der Handelsverflechtungen insbesondere mit ölproduzierenden Ländern und der länderspezifischen Ölintensität (Jannsen et al. 2015: [IfW-Box 2015.6](#)). Für den Euroraum als Ganzes gehen wir davon aus, dass der Gesamteffekt leicht positiv ist (siehe auch [Gern et al. 2016](#): Kasten 1).

Das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum wird im laufenden Jahr voraussichtlich um 1,5 Prozent expandieren; im Jahr 2017 erwarten wir eine Zunahme der wirtschaftlichen Aktivität um 1,9 Prozent (Abbildung 13, Tabelle 2). Die konjunkturelle Dynamik im übrigen Euroraum dürfte mit 1,4 Prozent (2016) und 1,7 Prozent (2017) etwas schwächer ausfallen als in Deutschland (Abbildung 14). Damit revidieren wir unsere bisherige Einschätzung für die Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts im Euroraum um 0,2 Prozentpunkte (2016) und 0,1 Prozentpunkte (2017) nach unten.

Frankreich und Italien kommen nur allmählich in Schwung, während sich die starke Erholung in Spanien etwas verlangsamen dürfte. In Frankreich und Italien wird die Zunahme der wirtschaftlichen Aktivität wohl weiter hinter dem Durchschnitt des Euroraums zurückbleiben, weil strukturelle Probleme eine kräftigere Expansion immer noch behindern. So wird das Bruttoinlandsprodukt im Jahresdurchschnitt 2016 voraussichtlich um 1,2 bzw. 0,9 Prozent expandieren, im Folgejahr dürfte sich die wirtschaftliche Dynamik etwas beschleunigen (jeweils 1,4 Prozent). Für Spanien rechnen wir mit einer Verlangsamung der zuletzt kräftigen Expansion, die sich mit Raten von 2,6 Prozent und 2,2 Prozent auf die Jahre 2016 und 2017 verteilt (Tabelle 3).

Der Preisauftrieb dürfte zur Jahresmitte wieder zulegen. Durch den zusätzlichen Rückgang der Rohstoffpreise und hier insbesondere des Ölpreises zu Jahresbeginn ist die Verbraucherpreisentwicklung derzeit wieder leicht rückläufig. Im zweiten Halbjahr sollte sich die Verbraucherpreisentwicklung aufgrund eines Basiseffekts bei den Energiepreisen der Kerninflationsrate von etwas unter einem Prozent annähern. Der Preisdruck wird mit dem erwarteten, langsam steigenden Auslastungsgrad der Produktionskapazitäten allmählich zunehmen. Für den Ölpreis unterstellen wir, dass dieser zunächst auf dem aktuellen Niveau von rund 35 Euro je Barrel verharrt, um dann gegen Jahresmitte wieder langsam zu steigen und am

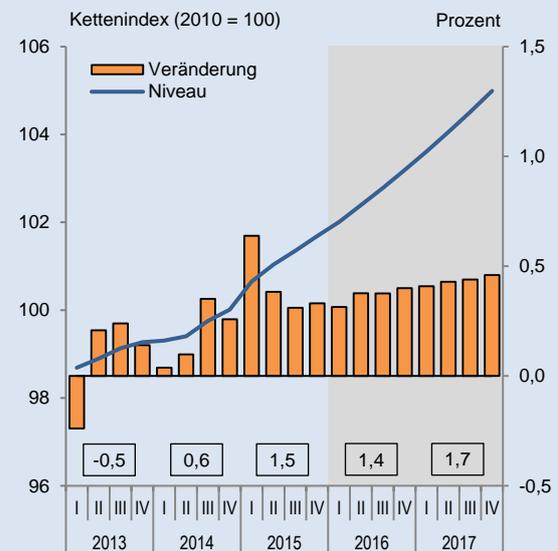
Abbildung 13:  
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 2013-2017



Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal (rechte Skala). Gerahmt: Jahresdaten, preis- und kalenderbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent.

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

Abbildung 14:  
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum ohne Deutschland 2013-2017



Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal (rechte Skala). Jahresdaten, preis- und kalenderbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent (gerahmt).

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

**Tabelle 2:**  
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	0,6	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,5	1,5	1,9
Inlandsnachfrage	0,8	0,0	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,7	2,1	2,0
Privater Verbrauch	0,5	0,3	0,5	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	1,7	1,5	1,7
Staatsverbrauch	0,5	0,3	0,3	0,6	0,6	0,4	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	1,3	1,9	1,8
Anlageinvestitionen	1,4	0,1	0,4	1,3	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	2,6	3,3	3,3
Vorratsänderungen	0,2	-0,2	0,3	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,2	-0,0
Außenbeitrag	-0,2	0,4	-0,4	-0,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,5	0,0
Exporte	1,4	1,7	0,2	0,2	0,7	0,9	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	4,9	2,9	4,6
Importe	2,1	1,0	1,2	0,9	1,0	1,1	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	5,6	4,3	5,1

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.

Ende des Prognosezeitraums bei etwa 46 Euro zu notieren. Unter dieser Voraussetzung dürften die Verbraucherpreise im Durchschnitt des Jahres 2016 gegenüber dem Vorjahr lediglich um 0,2 Prozent steigen, um dann im Jahresdurchschnitt 2017 voraussichtlich um 1,3 Prozent zuzulegen. Damit revidieren wir unsere bisherige Prognose für die Verbraucherpreis-inflation hauptsächlich aufgrund der Ölpreisentwicklung deutlich nach unten (bisher: 1,0 Prozent und 1,7 Prozent für die Jahre 2016 und 2017).

**Die Arbeitslosigkeit wird im Prognosezeitraum wohl weiter zurückgehen.** Die Arbeitslosenquote dürfte nach 10,9 Prozent im Durchschnitt des Jahres 2015 im laufenden Jahr durchschnittlich bei 10,1 Prozent liegen. Im Jahr 2017 werden voraussichtlich 9,6 Prozent der Erwerbspersonen ohne Arbeit sein. Zum Rückgang der Arbeitslosigkeit im Euroraum tragen insbesondere Spanien und Italien bei. Für Deutschland wird ebenfalls ein fortgesetzter Beschäftigungsaufbau erwartet, der in seiner Wirkung auf die Arbeitslosenquote jedoch zunehmend dadurch gedämpft wird, dass im Zuge der Flüchtlingsmigration auch die Erwerbsbevölkerung wächst. In Frankreich liegt die Arbeitslosenquote unverändert über 10 Prozent und geht wohl nur allmählich zurück.

## Aktuelle Themen und Risikoeinschätzungen

**Die Schuldenlast Griechenlands dürfte den Euroraum weiterhin beschäftigen.** Vor dem Hintergrund der angespannten politischen und sozialen Situation ist eine Verbesserung der wirtschaftlichen Lage in Griechenland essenziell. Nach starken Einbrüchen der griechischen Wirtschaftsleistung in den vergangenen Jahren könnte eine bloße Normalisierung der Stimmungslage zu einer allmählichen konjunkturellen Erholung führen. Falls dieses Szenario jedoch nicht eintritt, während gleichzeitig politische Konflikte aufgrund umstrittener Reformvorhaben hochkochen und die knappe Regierungsmehrheit gefährdet wird, könnte das im vergangenen Jahr ausgehandelte Hilfspaket vorzeitig in Gefahr geraten. So könnte angesichts der verlängerten Wirtschaftskrise die Debatte um eine Schuldenrestrukturierung oder einen möglichen Austritt Griechenlands aus dem gemeinsamen Währungsraum („Grexit“) wieder auf die Tagesordnung der europäischen Partner zurückkehren. Mit einer Staatsschuldenkrise wäre auch das griechische Finanzsystem wieder akut gefährdet. Nach wie vor besteht Unsicherheit darüber, ob oder in welchem Ausmaß andere Länder des Währungsraums eine Ansteckung befürchten müssten.

**Tabelle 3:**  
**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*	28,8	1,5	1,9	2,4	0,1	0,4	1,6	4,6	4,2	3,9
Frankreich	21,1	1,1	1,2	1,4	0,1	0,2	1,3	10,4	10,2	10,0
Italien	16,0	0,6	0,9	1,4	0,1	0,2	1,3	11,9	11,2	10,4
Spanien	10,3	3,2	2,6	2,2	-0,6	-0,2	1,0	22,1	19,7	18,6
Niederlande	6,6	1,9	1,0	1,5	0,2	0,3	1,4	6,9	6,4	6,1
Belgien	4,0	1,4	1,2	1,4	0,6	0,6	1,7	8,3	8,0	7,6
Österreich	3,3	0,8	0,8	1,0	0,8	0,6	1,6	5,7	5,8	5,7
Finnland	2,0	0,4	0,5	1,0	-0,2	-0,1	0,9	9,4	9,4	9,2
Griechenland	1,8	-0,3	0,2	1,6	-1,1	-0,4	0,7	25,0	24,6	23,7
Portugal	1,7	1,5	0,9	1,4	0,5	0,4	1,5	12,7	11,9	10,8
Irland	1,9	6,9	4,2	3,6	-0,3	0,0	1,3	9,4	8,4	7,6
Slowakei	0,7	3,6	3,8	3,6	-0,4	0,0	1,2	11,5	9,9	8,5
Luxemburg	0,5	5,0	3,4	3,0	0,1	0,3	1,5	6,1	5,5	5,3
Slowenien	0,4	2,6	2,2	2,7	-0,6	-0,2	1,0	9,1	8,8	8,5
Litauen	0,4	1,6	2,4	3,2	-0,7	-0,2	1,1	9,1	7,9	7,1
Lettland	0,2	2,6	2,1	3,2	-0,7	-0,2	1,1	9,9	9,0	8,5
Estland	0,2	1,1	2,2	3,0	0,2	0,3	1,5	6,2	5,5	4,9
Zypern	0,2	1,6	1,9	2,4	0,1	0,2	1,4	15,6	14,8	13,9
Malta	0,1	6,3	4,0	3,6	-1,6	-0,9	0,2	5,3	4,9	4,6
Euroraum	100,0	1,5	1,5	1,9	0,0	0,2	1,4	10,9	10,1	9,6
Euroraum ohne Deutschland	71,2	1,5	1,4	1,7	-0,0	0,2	1,3	13,1	12,2	11,6

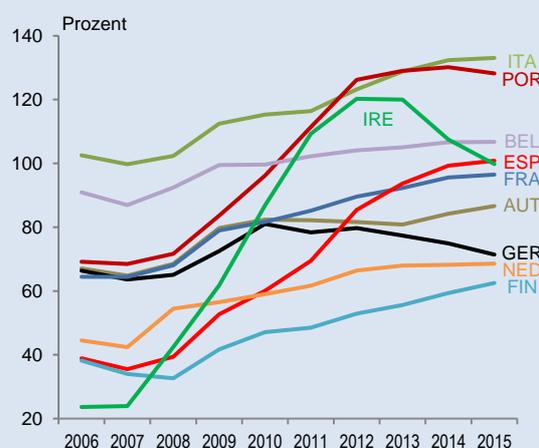
Gewichtung: Bruttoinlandsprodukt zu Preisen und Wechselkursen von 2014 (Prozent). — Bruttoinlandsprodukt: preis- und kalenderbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — Verbraucherpreise: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent), harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — Arbeitslosenquote: standardisiert nach dem ILO-Konzept (Prozent), Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2013. — \*Die Zahlen für Deutschland unterscheiden sich von denen im deutschen Konjunkturbericht, da dort keine kalenderbereinigten Werte für das BIP bzw. die Konsumentenpreis-inflation (CPI statt HVPI) ausgewiesen werden.

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

**Die Gefahr von Staatsschuldenkrisen ist auch anderswo nicht gebannt.** Das Risiko erneuter Staatsschuldenkrisen ist angesichts deutlich gestiegener Bruttoschuldenstände nicht nur in Griechenland weiterhin vorhanden (Abbildung 15). Hier zeigt sich, dass die langjährige Niedrigzinsphase offenbar nicht konsequent zur Konsolidierung genutzt wurde bzw. genutzt werden konnte. Durch die Konstruktion der Rettungsmechanismen (ESM und OMT), die nur unter Konditionalität genutzt werden können, ist die Solvenz hoch verschuldeter Länder auch von der Kooperationsfähigkeit und -willigkeit der jeweiligen Regierungen mit den europäischen Partnern abhängig. Daraus ergibt sich eine mögliche Verschlechterung der staatlichen Finanzierungsbedingungen bei politischer Unsicherheit, bzw. für Regierungen, die andere wirtschaftspolitische Vorstellungen haben als die Mehrheit der europäischen Partner – ein

aktuelles Beispiel ist Portugal. Anhaltende Diskussionen um eine Aufweichung der Stabili-

**Abbildung 15:**  
**Staatlicher Bruttoschuldenstand 2006–2015 (% BIP)**



Jahresdaten, in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: Europäische Kommission, AMECO.

tätsregeln und die Verschiebung politischer Mehrheiten in einzelnen Ländern deuten derweil auf eine zurückgehende Bedeutung von fiskalischer Disziplin in den Vorstellungen vieler Regierungen des Euroraums hin, was die Gefahr von zukünftigen Staatsschuldenkrisen erhöht.

**Die Stabilität des Finanzsektors ist im Fall einer Staatsinsolvenz ebenfalls gefährdet.** Weiterhin bestehen erhebliche Zweifel daran, ob der europäische Finanzsektor inzwischen robust genug ist, um etwaige Verluste aus einem Staatsbankrott absorbieren zu können. Ein Staatsbankrott bleibt insofern mit der Gefahr einer Finanz- und Währungskrise verbunden. Stabilitätserhöhende Maßnahmen wie die Stärkung der Eigenkapitalbasis von Banken (Basel-III) oder die neue Abwicklungsrichtlinie (BRRD) gehen in die richtige Richtung. Um den Finanzsektor zusätzlich zu stärken, könnten Banken dazu verpflichtet werden, Staatsanleihen in ihrem Portfolio – anders als bisher – mit Eigenkapital zu unterlegen. Die Eigenkapitalunterlegung sollte dabei spürbar steigen, wenn die betreffende Bank viele Anleihen eines einzelnen Emittenten hält, um Anreize zur Vermeidung von Klumpenrisiken (bzw. „Home Bias“ im Anlageportfolio) zu setzen (SVR 2015: Ziffern 77 bis 79).

**Mögliche weltweite Finanzmarkturbulenzen dürften Länder der Peripherie relativ stärker betreffen.** So zeigt eine aktuelle Untersuchung zur Wirkung des globalen Finanzzyklus auf den Euroraum, dass Länder der europäischen Peripherie potenziell stärker von globalen Verwerfungen betroffen sind als Kerneuropa (Kasten 3). Ein Anstieg der weltweiten Finanzmarktvolatilität würde nach dieser Analyse mit einem Kapitalabfluss aus den Peripherieländern (GIIPS) einhergehen, während die Auswirkungen für Kerneuropa begrenzt blieben.

**Die Flüchtlingskrise hat sich im vergangenen halben Jahr deutlich verschärft.** Derzeit spitzt sich die Lage weiter zu, da die Aufnahmebereitschaft in den Hauptzielländern erkennbar zurückgeht. Nationale Grenzkontrollen einiger Staaten innerhalb des Schengenraums und

entlang der Balkanroute erschweren die Weiterreise nach Mitteleuropa, so dass sich der weitere Zustrom nun in Griechenland aufstaut. Dadurch könnte der politische Druck zunehmen, diesem Mitgliedsstaat etwa im Rahmen einer Kontingentlösung auf europäischer Ebene zu helfen. Zudem dürften zusätzliche Flüchtlinge von der Aussicht abgeschreckt werden, alsbald in einem überfüllten Lager in Griechenland festzusetzen, so dass die Migrationsströme zusehends anschwellen könnten. Auf diese Weise könnte diese eigentlich höchst unerwünschte Situation letztlich die Dynamik der Flüchtlingsmigration nach Mitteleuropa dämpfen und zu einer etwas gleichmäßigeren Verteilung beitragen.

**Grenzkontrollen auf der Balkanroute dürften nur geringfügige Auswirkungen auf den europäischen Binnenmarkt haben.** In zunehmendem Maße werden in Deutschland, Österreich und einigen weiteren Ländern mögliche Personenkontrollen an den Ländergrenzen innerhalb des Schengenraums debattiert und teilweise bereits umgesetzt, um den unkontrollierten Zuzug von Flüchtlingen einzudämmen. Umstritten ist dabei, ob durch eine temporäre Ausweitung dieser Kontrollen der freie Warenverkehr in erheblicher Weise beeinträchtigt und verteuert würde. Zumindest für Kerneuropa – nicht unbedingt für Griechenland – dürften die Auswirkungen aus makroökonomischer Perspektive begrenzt bleiben. Der Frachtverkehr auf dem Luft- und Seeweg sowie auf der Schiene wäre von Personenkontrollen an der Grenze praktisch nicht betroffen. Lediglich der grenzüberschreitende LKW-Verkehr könnte Behinderungen ausgesetzt sein. Aber auch hier sind nur wenige Grenzübergänge entlang der Balkanroute betroffen, die gemessen am gesamten Warenverkehr nur einen kleinen Teil ausmachen. Für Deutschland macht die Landesgrenze zu Österreich laut Mautstatistik beispielsweise 21,2 Prozent des grenzüberschreitenden LKW-Verkehrs aus, wobei nur der Grenzübertritt in eine Richtung – von Österreich nach Deutschland – kontrolliert werden müsste. Schließlich kann in der Kontrollpraxis darauf

### Kasten 3: Auswirkungen des globalen Finanzzyklus auf den Euroraum

Die ultralockere Geldpolitik der Federal Reserve seit dem Platzen der Dot-Com-Blase hat zu einer anhaltenden Diskussion über ihre Auswirkungen auf den internationalen Kapitalverkehr geführt. Die Beobachtung, dass Vermögenspreise im Wesentlichen durch globale Liquiditäts- und Risikofaktoren bestimmt werden, hat zur These der sogenannten „**Globalen Finanzzyklen**“ geführt. Aus wirtschaftspolitischer Sicht relevant ist hierbei der Umstand, dass es den einzelnen Ländern unabhängig vom Wechselkursregime schwerfällt, sich vom globalen Zyklus abzukoppeln. Eine eigenständige Geldpolitik ist demnach selbst bei flexiblen Wechselkursen nur durch hinreichende Kapitalverkehrsbeschränkungen möglich (Rey 2015).

Dabei hat sich gezeigt, dass weniger die Portfolioentscheidungen internationaler Investoren zu einer Übertragung der US-amerikanischen Geldpolitik auf andere Länder geführt haben als vielmehr die Kreditvergabepolitik international agierender (im Wesentlichen europäischer) Banken. Im Rahmen dieses sogenannten **Banken-Kanals** reduziert eine geldpolitische Expansion die Refinanzierungskosten, welche bei internationalen Banken zu einem gesteigerten Risikoappetit führen, verbunden mit einem Anstieg ihrer Kreditvergabe. Vor der Finanzkrise mündete die zusätzliche Liquidität beispielsweise in einem massiven Aufbau offener Positionen im US-amerikanischen Immobiliensektor (Shin 2012; Allen et al. 2011).

Der Bankenkanal hat demnach eine starke Korrelation nationaler Indikatoren wie Aktien-, Anleihe- und Häuserpreise über Ländergrenzen hinweg zur Folge (Rey 2015), wogegen lokale Einflussfaktoren in den Hintergrund treten. Um sich vom Einfluss des globalen Finanzzyklus abzusichern, wurden Kapitalverkehrsbeschränkungen hauptsächlich für Entwicklungs- und Schwellenländer diskutiert. Die Auswirkungen der globalen Finanzzyklen auf fortgeschrittene Volkswirtschaften im Euroraum blieben hingegen weitgehend unbeachtet. Hier soll deshalb der Frage nachgegangen werden, ob die Länder des Euroraums ebenfalls von globalen Finanzzyklen betroffen waren (bzw. sind). Hierzu untersuchen wir den empirischen Zusammenhang zwischen einer Reihe makroökonomischer Größen.

- FED: Globalen Faktoren repräsentiert durch die Geldpolitik der Federal Reserve (gemessen durch die effektive Federal Funds Rate),
- VIX: Risikobewertung auf den globalen Finanzmärkten, gemessen durch den Standard & Poor's Volatilitätsindex,
- EONIA: Ein europäischer Faktor, repräsentiert durch die Geldpolitik der EZB, gemessen durch den Euro Overnight Index Average,
- CRED: Länderspezifische Faktoren, repräsentiert durch Bankkredite an den privaten Sektor,
- GDP: Die Expansionsrate der jeweiligen Volkswirtschaft.
- OPR: Das den Bankenkanal identifizierende Bindeglied zwischen den globalen Finanzmärkten und der nationalen Volkswirtschaft wird durch den Zufluss von privaten internationalen Krediten an das jeweilige Mitgliedsland des Euroraums repräsentiert.
- TARGET: Aggregation aus Nettozuflüssen über das TARGET-System, also der jeweiligen Zunahme der Verbindlichkeiten gegenüber der EZB bzw. dem Eurosystem.<sup>a</sup>

Zur Schätzung des Panel-Vektorautoregressiven Systems (Cagala und Glogowsky 2014) verwenden wir Quartalsdaten von 1999 bis 2014 für die ersten 12 Mitgliedsstaaten des Euroraums (EMU-12)<sup>b</sup>. Vor dem Hintergrund der Eurokrise ist es hilfreich, die Analyse getrennt für die sogenannten GIIPS-Staaten (Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien) und der übrigen Euroländer durchzuführen. Die Cholesky-Anordnung der Variablen folgt im Wesentlichen Rey (2015) und beschreibt, welche Variable einen kontemporären Einfluss auf die anderen Variablen besitzt.

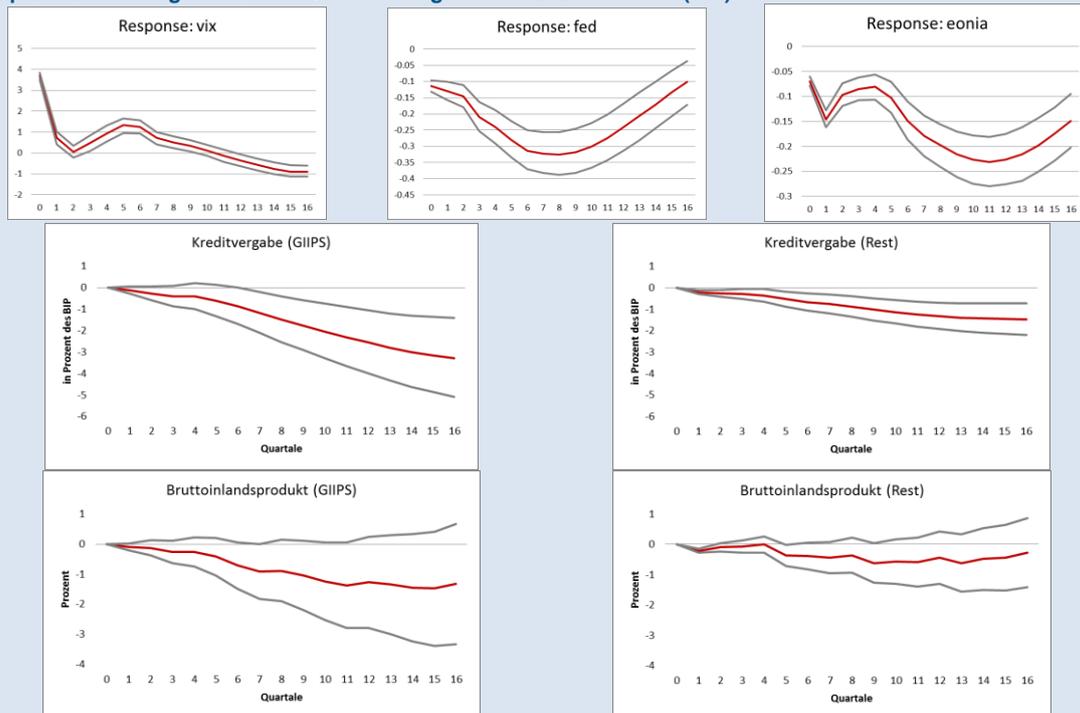
GDP→CRED→OPR→TARGET→VIX→FED→EONIA

Danach haben träge Variablen wie das nationale Inlandsprodukt einen kontemporären Einfluss auf alle anderen Variablen, jedoch nicht umgekehrt. Inländische Kredite an den privaten Sektor reagieren kontemporär nur auf das nationale Inlandsprodukt und beeinflussen alle weiteren Variablen, usw. Jede Variable reagiert jedoch verzögert auf Schocks aller anderen Variablen.

In Abbildung K3-1 sind die kumulierten Impuls-Antwortfolgen für beide Ländergruppen separat

aufgeführt. Die Verwendung von kumulierten Impuls-Antwortfolgen hat den Vorteil, dass die trendmäßige Reaktion der relevanten Variablen auf einen globalen Schock gut sichtbar wird. Die zeitliche Aggregation erweitert jedoch spürbar die Konfidenzintervalle, z.B. auch dann, wenn die Impuls-Antwortfolge selbst statistisch signifikant, aber mit wechselndem Vorzeichen geschätzt wurde. Aufgrund dieser ökonomischen Unsicherheiten sind die folgenden ökonomischen Schlussfolgerungen deshalb vorsichtig als Trendaussagen zu interpretieren.

**Abbildung K3-1:**  
Impuls-Antwortfolgen für einen Schock der globalen Risikoaversion (VIX)



Quelle: Eigene Berechnungen.

**Interpretation der Modellergebnisse**

Ausgehend von einem Schock der globalen Risikoaversion reagiert zunächst die Federal Reserve mit einer Senkung der Geldmarktzinsen. Damit bestätigt sich die globale Komponente des Bankenkanals, nach der die amerikanische Geldpolitik Veränderungen der Risikoaversion durch Anpassung der Refinanzierungskosten kompensiert. Diese Anpassung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten wird durch die EZB mit einer Senkung des EONIA-Satzes nachvollzogen. Das Gegensteuern der Zentralbanken wirkt sich unterschiedlich auf die Ländergruppen im Euroraum aus. Im Einklang mit der Hypothese vom globalen Finanzzyklus sind in beiden Ländergruppen negative Effekte auf die nationale Kreditvergabe und das Bruttoinlandsprodukt zu verzeichnen. Allerdings fallen diese in den GIIPS-Staaten spürbar stärker aus als im übrigen Euroraum.

Die empirischen Ergebnisse unserer Analyse bestätigen damit im Großen und Ganzen für die GIIPS-Staaten den Bankenkanal des globalen Finanzzyklus. Dieser wirkt sich im Euroraum wie ein asymmetrischer Finanzschock aus, der nicht überall gleichermaßen wirkt. Eine unerwartete Zinserhöhung der Federal Reserve führt im Übrigen zu qualitativ vergleichbaren Ergebnissen wie die hier gezeigten Reaktionen auf einen Anstieg der globalen Risikoaversion, wonach in den GIIPS-Staaten die Kreditvergabe und der Konjunkturzyklus stärker gedämpft werden. Dies dürfte vor dem Hintergrund, dass die Bankensysteme in den GIIPS-Staaten immer noch fragiler sind als die im übrigen Euroraum, von besonderer Bedeutung sein.

<sup>a</sup>Zusätzlich werden in dieser Position die Zuflüsse aus Hilfskrediten internationaler Organisationen erfasst, die in einer engen substitutionellen Beziehung zu Zuflüssen über TARGET II stehen. — <sup>b</sup>Belgien, Deutschland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Luxemburg, Niederlande, Österreich, Portugal und Spanien.

geachtet werden, dass regelmäßige, bekannte Transporteure weitgehend ungehindert passieren können. Die Personenkontrollen können dort intensiviert werden, wo Grenzbeamte die Möglichkeit illegaler Grenzübertritte höher einschätzen, während anderswo kaum Beschränkungen zu befürchten sind (Lücke 2016). Insgesamt dürfte der europäische Warenverkehr von möglichen temporären Grenzsicherungen kaum in einer Weise beeinträchtigt werden, die makroökonomisch messbar ist. Höhere Wartezeiten für Tagespendler oder Touristen sind zwar individuell ärgerlich, dürften aber aus makroökonomischer Perspektive ebenfalls nur überschaubare Folgen haben.

**Die Folgen eines „Brexit“ lassen sich schwer abschätzen.** Ende Juni wird das Referendum über einen möglichen Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union stattfinden. Umfragen deuten auf einen sehr knappen Ausgang hin, während die „Buchmacher“ derzeit deutlich höhere Ausschüttungen für eine „Austrittswette“ anbieten, die sich in eine Nicht-Austritts-Wahrscheinlichkeit von etwa 75 Prozent übersetzen lassen. Der zeitliche Ablauf und die wirtschaftlichen Auswirkungen eines möglichen Austritts sind allerdings noch mit großer Unsicherheit behaftet (Gern et al. 2016: Kasten 3). Es wäre im Sinne einer rationalen Entscheidung sinnvoll, wenn die Bürger Großbritanniens zum Zeitpunkt der Abstimmung die Konsequenzen eines EU-Austritts überblicken könnten. Die konkreten Auswirkungen für das Vereinigte Königreich und die EU würden jedoch erst im Rahmen von Austrittsverhandlungen bestimmt, sofern sich die Befürworter eines Austritts am Ende durchsetzen sollten. Die zu erwartenden Verhandlungsparteien in diesem hypothetischen Fall – die britische Regierung und die EU-Kommission – zählen beide zumindest in ihrer Mehrheit zu den Austrittsgegnern und haben daher wohl kein Interesse, die Austrittsbedingungen im Vorfeld als eher „glimpflich“ darzustellen. Sollte es jedoch tatsächlich zu einem Austritt kommen, hätten dieselben Verhandlungsparteien die Aufgabe, den wirtschaftlichen Schaden für

beide Seiten möglichst zu begrenzen, wenngleich die Seite der Europäischen Union in solchen Verhandlungen freilich auch im Blick haben dürfte, mögliche weitere Austrittskandidaten abzuschrecken. Zu erwarten ist, dass Austrittsgegner bis zur Abstimmung vor dramatischen wirtschaftlichen Einschnitten warnen, während Austrittsbefürworter mögliche Folgen kleinzureden versuchen. Bei alledem muss die britische Bevölkerung wohl entscheiden, ohne die tatsächlichen Konsequenzen der beiden Abstimmungsalternativen zu kennen.

**Wirtschaftliche Auswirkungen eines Brexit, die den Prognosezeitraum betreffen, dürften sich allenfalls über eine gehemmte Investitionstätigkeit in Großbritannien und dessen Handelspartnern zeigen.** Die Außenhandelsbeziehungen dürften dagegen selbst im Austrittsfall zunächst nicht behindert werden, da einem tatsächlich vollzogenen Austritt eine möglicherweise zweijährige Verhandlungsphase vorausgeht. In jedem Fall hätte ein solches Abstimmungsergebnis zweifellos erhebliche politische Auswirkungen. Dies könnte auch Einfluss auf den laufenden Prozess nehmen, den Euroraum auf eine weitere finanzielle und wirtschaftliche Integration auszurichten (European Commission 2015; für eine Bewertung siehe auch Gern et al. 2015).

**Zusätzliche Risiken für Europas Wirtschaft ergeben sich aus dem Krieg in Syrien.** Die große Zahl beteiligter Kriegsparteien aus dem In- und Ausland mit erkennbar widerstreitenden strategischen Interessen bedeutet ein erhebliches Destabilisierungspotenzial für die Region und darüber hinaus. Bei einer weiteren Zuspitzung drohen direkte militärische Konfrontationen zwischen Russland und dem Nato-Staat Türkei sowie zwischen dem (schiitischen) Iran und den (sunnitisch dominierten) Golfstaaten um Saudi-Arabien. Darüber hinaus existiert große Uneinigkeit zwischen den USA und der türkischen Regierung insbesondere über die Rolle der syrischen Kurden. Zusammengefasst ist eine Ausweitung des Konflikts auf die gesamte Region denkbar, die

weitreichende sicherheitspolitische und auch wirtschaftliche Folgen für Europa hätte (Handel, Tourismus, Ölpreise, Unsicherheit, Flüchtlingsmigration). Im günstigeren Fall führt die skizzierte Bedrohungslage zu einer Mäßigung der beteiligten Akteure und zu einem Ende der anhaltenden Waffenlieferungen in die Konfliktregion. Unter dieser Voraussetzung könnte sich die belastende, festgefahrene Situation der vergangenen Jahre im Verlauf der kommenden Monate schrittweise auflösen und ein politischer

Transformationsprozess in Gang gesetzt werden. Ein damit verbundenes Ende der Kampfhandlungen würde die Rückkehr des zivilen Lebens und einen Wiederaufbau des Landes ermöglichen. Dadurch könnten wirtschaftliche Impulse auch für Europa entstehen, während zuvor geflohene Menschen nach Syrien zurückkehren könnten, so dass mit der Flüchtlingsmigration auch die politischen Spannungen innerhalb Europas zurückgehen dürften.

---

## Literatur

---

- Allen, F., T. Beck, E. Carletti, P. Lane, D. Schoenmaker und W. Wagner (2011). Cross-Border Banking in Europe: Implications for Financial Stability and Macroeconomic Policies. Centre for Economic Policy Research (CEPR), London.
- Boysen-Hogrefe, J., D. Groll, S. Kooths und T. Schwarzmüller (2015). Moderate Erholung im Euroraum. Kieler Konjunkturberichte Nr. 4 (2015|Q1). Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Boysen-Hogrefe, J., S. Fiedler, K.-J. Gern, N. Jannsen und S. Kooths (2016). Sovereign bond purchases and risk sharing arrangements: Implications for euro area monetary policy. Monetary Dialog Briefing Paper. Europäisches Parlament.
- Brunnermeier, M., J. De Gregorio, B. Eichengreen, M. El-Erian Arminio Fraga, T. Ito, P.R. Lane, J. Pisani-Ferry, E. Prasad, R. Rajan, M. Ramos, H. Rey, D. Rodrik, K. Rogoff, H. Song Shin, A. Velasco, B. Weder di Mauro und Y. Yu (2012). Banks and Cross-Border Capital Flows: Policy Challenges and Regulatory Responses. Committee on International Economic Policy and Reform.
- Cagala, T., und U. Glogowsky (2014). XTVAR: Stata module to compute panel vector autoregression. Statistical Software Components 2014.
- Deutsche Bundesbank (2012). Finanzkrise und Zahlungsbilanzentwicklungen in der Europäischen Währungsunion. *Monatsbericht* (Oktober): 13–29.
- EUROFRAME (2016). Euro Growth Indicator. Via Internet (7. März 2016). <<http://euroframe.org/Indicator.html>>.
- European Commission(2015). *The Five Presidents' Report: Completing Europe's Economic and Monetary Union*. Brüssel.
- Gern, K.-J., N. Jannsen und S. Kooths (2015). Economic Policy Coordination in the Euro Area under the European Semester. In-Depth Analysis prepared for the European Parliament, November 2015.
- Gern, K.-J., P. Hauber, N. Jannsen, S. Kooths, M. Plödt und Maik Wolters (2016). Getrübbte Aussichten für die Weltkonjunktur. Kieler Konjunkturberichte Nr. 15 (2016|Q1). Via Internet (11. März 2016) <[https://www.ifw-kiel.de/pub/kieler-konjunkturberichte/2016/kkb\\_15\\_2016-q1\\_welt.pdf](https://www.ifw-kiel.de/pub/kieler-konjunkturberichte/2016/kkb_15_2016-q1_welt.pdf)>.
- Groll, D. (2015). Arbeitsmarkt in den Krisenländern: Zwischen Beschäftigungsaufbau und Auswanderung. IfW-Box 2015.15. Via Internet (11. März 2016) <[https://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/prognosezentrum/konjunkt/ifw-box/2015/box\\_2015-15\\_arbeitsmarkt\\_krisenlandern.pdf](https://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/prognosezentrum/konjunkt/ifw-box/2015/box_2015-15_arbeitsmarkt_krisenlandern.pdf)>.
- Jannsen, N., M. Plödt und T. Schwarzmüller (2015). Zur Wirkung des Ölpreistrückgangs auf den deutschen Außenhandel. IfW-Box 2015.6. Via Internet (11. März 2016) <[https://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/prognosezentrum/konjunkt/ifw-box/2015/box\\_2015-6\\_oelpreistrueckgang\\_aussenhandel.pdf](https://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/prognosezentrum/konjunkt/ifw-box/2015/box_2015-6_oelpreistrueckgang_aussenhandel.pdf)>.

- Kooths, S., van Roye, B. (2012). Nationale Geldschöpfung im Euroraum – Mechanismen, Defekte, Therapie. Kieler Diskussionsbeiträge Nr. 508/509, Juni 2012.
- Lücke, M. (2016). Schengen: Warnungen vor Grenzkontrollen sind überzogen. IfW Fokus 184. Via Internet (11. März 2016) < <https://www.ifw-kiel.de/medien/fokus/2016/ifw-fokus-184>>.
- Rey, H. (2015). Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. NBER Working Papers 21162. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Shin, H.S. (2012). Global Banking Glut and Loan Risk Premium. *IMF Economic Review* 60: 155–192.
- SVR (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung) (2015). Konsequenzen aus der Griechenlandkrise für einen stabileren Euroraum. Sondergutachten, Juli 2015. Wiesbaden.