

KIELER KONJUNKTUR- BERICHTE

Konjunktur im Euroraum im Herbst 2016

Abgeschlossen am 7. September 2016



Nr. 22 (2016|Q3)

*Jens Boysen-Hogrefe, Salomon Fiedler,
Klaus-Jürgen Gern, Dominik Groll,
Stefan Kooths und Ulrich Stolzenburg*

INHALTSVERZEICHNIS

Euroraum: Erholung weiterhin mit wenig Schwung

Zur Lage in den Mitgliedsländern.....	5
<i>Kasten 1: Zur Revision des BIP in Irland</i>	6
Lage am Arbeitsmarkt verbessert sich weiter	8
Monetäres Umfeld bleibt locker	9
Finanzpolitik expansiv ausgerichtet	11
<i>Kasten 2: Zur Koordinierung finanzpolitischer Konjunkturimpulse</i>	13
Ausblick: Die Erholung bleibt vorerst moderat.....	14
Literatur	17

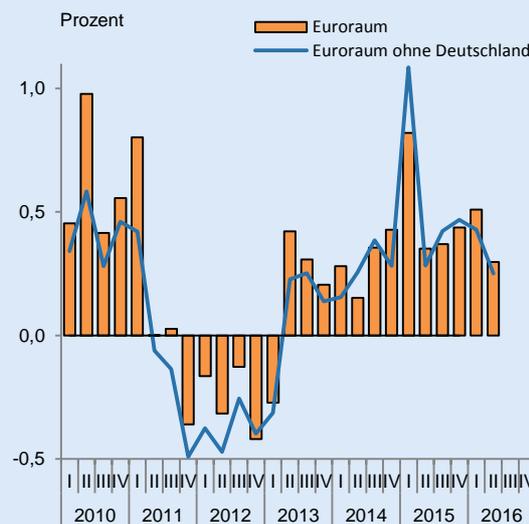
EURORAUM: ERHOLUNG WEITERHIN MIT WENIG SCHWUNG

Jens Boysen-Hogrefe, Salomon Fiedler, Klaus-Jürgen Gern, Dominik Groll, Stefan Kooths und Ulrich Stolzenburg

Die Konjunkturtendenz im Euroraum ist insgesamt verhalten aufwärts gerichtet und dürfte in den kommenden beiden Jahren beibehalten werden. Wir erwarten für das laufende Jahr eine moderate Zunahme des Bruttoinlandsprodukts um 1,6 Prozent; in den Jahren 2017 und 2018 dürfte das Expansions-tempo mit 1,7 Prozent und 1,8 Prozent nur geringfügig höher ausfallen. Indikatoren zur Unternehmenszuversicht haben sich am aktuellen Rand allerdings leicht eingetrübt, was als verspätete Reaktion auf das Brexit-Votum gewertet werden kann. Wir rechnen damit, dass der bevorstehende EU-Austritt des Vereinigten Königreichs die Wirtschaft des Euroraums nur geringfügig – vor allem über direkte Handelseffekte – belastet, die sich aus einer konjunkturellen Abkühlung der britischen Wirtschaft ergeben. Diese Effekte werden sich auf das zweite Halbjahr des laufenden Jahres konzentrieren und aufgrund von Überhangeffekten vor allem die Expansionsrate des Jahres 2017 um rund einen Viertelprozentpunkt belasten. Gleichwohl sind die Auftriebskräfte im Euroraum intakt – die Arbeitsmarktlage verbesserte sich weiter, viele Frühindikatoren sind weiterhin leicht aufwärts gerichtet und die Konjunktur wird durch anhaltend niedrige Zinsen und von dem nach wie vor relativ geringen Außenwert des Euro unterstützt. Zudem dürfte die Finanzpolitik über den Prognosezeitraum hinweg leicht expansiv ausgerichtet sein. Sofern sich strukturelle Probleme in einigen Mitgliedsstaaten mit größerem zeitlichen Abstand zur Euro-Schuldenkrise nach und nach auflösen – beispielsweise die Probleme im italienischen Bankensektor – und die damit verbundene Unsicherheit stärker in den Hintergrund rückt, dürfte die Konjunktur im Euroraum noch etwas mehr Schwung entwickeln.

Die moderate Erholung im Euroraum hat sich fortgesetzt. In der ersten Jahreshälfte 2016 expandierte das Bruttoinlandsprodukt insgesamt weiter mit moderatem Tempo, wobei die Expansion im ersten Quartal mit 0,5 Prozent etwas stärker ausfiel als im zweiten Quartal mit 0,3 Prozent (Abbildung 1). Die Wirtschaftsentwicklung ist inzwischen seit mehr als drei Jahren ohne Unterbrechung aufwärts gerichtet, dies freilich in sehr moderatem Tempo: Seit ihrem Tiefpunkt im ersten Quartal 2013 ist die gesamtwirtschaftliche Produktion bisher insgesamt um lediglich 5 Prozent gestiegen.

Abbildung 1:
Bruttoinlandsprodukt 2010–2016



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

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen.

Die Wirtschaft im Euroraum zeigt sich bislang wenig beeindruckt vom Brexit-Votum. Ende Juni hat die britische Bevölkerung sich

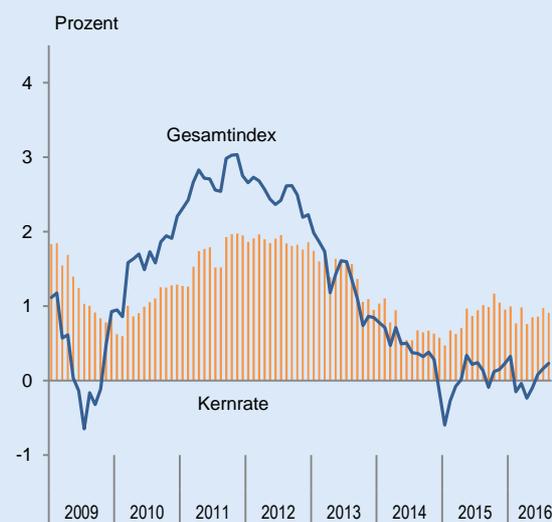
mehrheitlich für den Austritt aus der EU entschieden, was die Mehrzahl der Analysten und Finanzmarktteilnehmer, aber offenbar auch die Politik überrascht hat. Es folgten kurzzeitig deutliche Kursbewegungen an den Finanzmärkten sowie politische Turbulenzen in Brüssel und vor allem in London. Nachdem sich die erste Aufregung gelegt hatte, erwiesen sich die Frühindikatoren für den Euroraum zunächst als sehr robust und deuteten nicht auf eine verbreitete Verunsicherung aufgrund des Brexit-Votums hin. Gegenüber dem Pfund wertete der Euro auf, ansonsten blieb der Außenwert stabil. Allerdings dürfte die Wirtschaft des Vereinigten Königreichs dennoch von der Unsicherheit über die künftigen Beziehungen zur Europäischen Union belastet werden (Gern et al. 2016: Kasten 1). Die Eintrübung der britischen Konjunktur wird sich vornehmlich über den Handelskanal auch auf Deutschland und den übrigen Euroraum auswirken (Boysen-Hogrefe et al. 2016b: Kasten 2). Die Brexit-Entscheidung bedeutet daher für den Euroraum konjunkturellen Gegenwind. Nach unserer Einschätzung ist dieser Effekt aber begrenzt und wird sich vor allem in der zweiten Jahreshälfte 2016 und zu Beginn des kommenden Jahres bemerkbar machen. Aufgrund der statistischen Überhänge schlägt er sich vor allem in der Expansionsrate des Jahres 2017 nieder, die dadurch um rund einen Viertelprozentpunkt reduziert wird.

Probleme im italienischen Bankensektor belasten vorerst weiter die Konjunktur. Im Sommer wurde im Zusammenhang mit der Berichterstattung um die angeschlagene drittgrößte italienische Bank „Monte dei Paschi di Siena“ die Aufmerksamkeit darauf gelenkt, dass in den Büchern der italienischen Banken notleidende Kredite in Höhe von 360 Mrd. Euro stehen. Mehr als die Hälfte dieser Kredite sind als „bad debt“ klassifiziert und dürften somit größtenteils verloren sein. Da das Problem notleidender Kredite im italienischen Bankensektor verbreitet ist und die Neukreditvergabe dadurch landesweit gehemmt wird, drängt die EU-Kommission verstärkt auf eine Bereinigung dieses Krisenvermögens. Politisch umstritten ist, inwieweit die Gläubiger der italienischen

Banken dabei durch einen Bail-in zunächst an Verlusten beteiligt werden müssen, wie es das EU-Regelwerk (BRRD-Richtlinie) vorsieht, oder ob der italienische Staat seine Banken direkt rekapitalisieren darf. Eine schrittweise Entfernung der Altlasten aus den Bankbilanzen dürfte die konjunkturelle Erholung in Italien merklich unterstützen.

Mit dem Wegfall der dämpfenden Wirkung von den Energiepreisen legt die Inflationsrate wieder zu. Der Verbraucherpreisanstieg wurde bis zuletzt durch niedrigere Energiepreise gedämpft. Im August lag die Inflationsrate bei 0,2 Prozent. Die Kernrate, bei der Energiepreisänderungen nicht berücksichtigt werden, lag mit unverändert 0,9 Prozent auf einem etwas höheren Niveau (Abbildung 2). Sofern die Energiepreise nicht wieder spürbar nachgeben, werden sich Gesamtinflationsrate und Kerninflationsrate in den kommenden Monaten annähern und am Jahresende 2016 bei etwa einem Prozent liegen.

Abbildung 2:
Verbraucherpreise 2009–2016



Monatsdaten; Veränderung gegenüber dem Vorjahr. Kernindex: Gesamtindex ohne Energie.

Quelle: Europäische Zentralbank, Monatsbericht.

Zur Lage in den Mitglieds-ländern

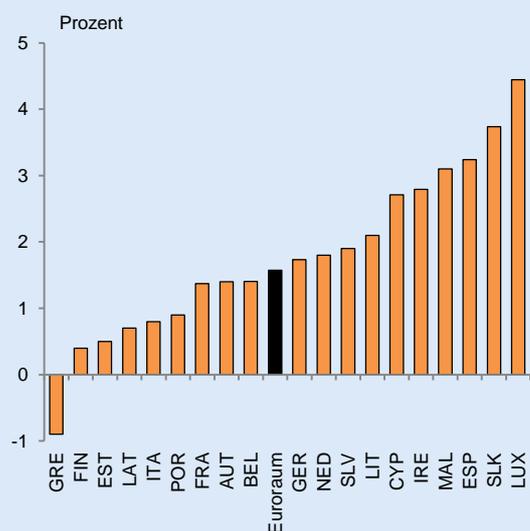
Das Expansionstempo blieb über die vergangenen vier Quartale vielerorts verhalten. Sehr mäßig war die konjunkturelle Dynamik vor allem in Portugal, Italien, Finnland, Estland und Lettland sowie in Griechenland, wo sich die gesamtwirtschaftliche Produktion im Verlauf zuletzt zwar stabilisiert hat, im Vorjahresvergleich aber bis zuletzt rückläufig war (Abbildung 3). Auch die Expansionsraten in Frankreich, Belgien und Österreich blieben hinter dem Durchschnitt des Euroraums zurück, der sich über die letzten vier Quartale auf 1,6 Prozent belief. Besonders kräftig war der Produktionsanstieg demgegenüber in Malta, Luxemburg und der Slowakei. In Spanien setzte sich die kräftige Erholung trotz der politischen Hängepartie um die Regierungsbildung bislang ungebremst fort, und auch die irische Wirtschaft wies bis zuletzt eine hohe Dynamik auf. Die veröffentlichten Zahlen zu Irland sind allerdings mit Vorsicht zu bewerten, da diese wesentlich von Steuervermeidungsaktivitäten multinationaler Unternehmen beeinflusst sind und die konjunkt-

relle Grundtendenz nicht mehr verlässlich widerspiegeln (Kasten 1). Leicht überdurchschnittlich war die Expansionsrate schließlich in Deutschland und den Niederlanden.

Auseinandersetzungen um eine neue Arbeitsmarktgesetzgebung haben wohl dazu beigetragen, dass die französische Wirtschaft im zweiten Quartal lediglich stagnierte. Die sozialistische Regierung verabschiedete im Juli 2016 eine Gesetzesinitiative zur Lockerung des Kündigungsschutzes, von der man sich positive Beschäftigungseffekte erhofft. Sie stieß über den Sommer auf erheblichen parlamentarischen und gewerkschaftlichen Widerstand, so dass Streikaktivitäten die gesamtwirtschaftliche Produktion im zweiten Quartal beeinträchtigten. Hinzu kommt freilich, dass das Bruttoinlandsprodukt im Quartal zuvor mit 0,7 Prozent außergewöhnlich stark zugelegt hatte. Über die vergangenen vier Quartale lag die Expansionsrate bei immerhin 1,4 Prozent. Frühindikatoren wie der Einkaufsmanagerindex oder der Stimmung Indikator der Europäischen Kommission deuten für die nähere Zukunft auf eine fortgesetzt moderate Expansion des Bruttoinlandsprodukts hin. Hinsichtlich der künftigen Ausrichtung der Wirtschaftspolitik besteht angesichts der im April und Mai kommenden Jahres anstehenden Präsidentschaftswahlen zusätzliche Unsicherheit.

Die ohnehin sehr verhaltene Erholung in Italien kam zuletzt wieder zum Stillstand. Nach mehr als drei Jahren der Rezession hatte im Jahr 2015 eine leichte Erholung eingesetzt. Im Verlauf der letzten vier Quartale betrug der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts allerdings insgesamt nur 0,8 Prozent, wobei die italienische Wirtschaft im zweiten Quartal 2016 stagnierte. Für den November 2016 ist ein Verfassungsreferendum geplant, das im Fall der Zustimmung ein effizienteres Regierungshandeln im italienischen Zwei-Kammer-System ermöglichen soll. Bei einer Ablehnung droht die italienische Regierung zu stürzen, so dass Neuwahlen nötig werden könnten – laut aktueller Umfragen könnte dann die Fünf-Sterne-Bewegung stark abschneiden, was die Bildung einer verlässlichen Regierung erschweren würde. Umfragen zum Verfassungsreferendum deuten zurzeit auf einen sehr knappen Ausgang hin, so dass hier

Abbildung 3:
BIP-Expansion über die letzten vier Quartale



Quartalsdaten; preis-, kalender und saisonbereinigt. Veränderung des zuletzt veröffentlichten Quartalswerts gegenüber dem Vorjahresquartal.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen.

Kasten 1:**Zur Revision des BIP in Irland**

Das irische Amt für Statistik (Central Statistics Office, CSO) hat am 12. Juli 2016 das Bruttoinlandsprodukt Irlands deutlich nach oben revidiert. Demnach ist die irische Wirtschaft im Jahr 2015 nicht – wie bisher angegeben – um 7,8 Prozent expandiert, sondern um spektakuläre 26,3 Prozent. Auch die Rate für das Jahr 2014 wurde von 5,2 Prozent auf 8,4 Prozent deutlich nach oben revidiert. Besonders auffällig ist das erste Quartal 2015, in dem für Irland nun eine Expansionsrate von 21,4 Prozent im Vergleich zum Vorquartal ausgewiesen wird. Kennzahlen, die im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung ausgedrückt werden, haben sich dadurch sprichwörtlich „über Nacht“ verändert – beispielsweise ist die Bruttoschuldenquote für das Jahr 2015 durch die Revision von 94 Prozent auf rund 79 Prozent in Relation zur Wirtschaftsleistung gefallen.

Für das Euroraum-Aggregat wird die Expansionsrate des ersten Quartals 2015 nun mit 0,8 Prozent ausgewiesen, wobei etwa die Hälfte davon allein auf den sprunghaften Anstieg in Irland zurückzuführen ist. Durch die Aufwärtsrevision der irischen Zahlen ist das Bruttoinlandsprodukt des Euroraums im Jahr 2015 um nunmehr 2,0 Prozent expandiert (bisher: 1,6 Prozent).

Der wesentliche Grund für die Revision ist, dass inzwischen in der amtlichen Statistik berücksichtigt wird, in welchem Ausmaß multinationale Unternehmen Vermögensgüter im betroffenen Jahr nach Irland verlagert haben, um von der dortigen Steuergesetzgebung zu profitieren. In Irland gilt ein Körperschaftssteuersatz von 12,5 Prozent, während in vielen anderen Ländern Steuersätze von 30 Prozent oder mehr anfallen. Daher haben die Unternehmen ein Interesse daran, ihre Gewinne nach Irland zu verschieben.^a Das CSO weist darauf hin, dass die Datenrevision durch nur wenige Unternehmen verursacht wurde, die eine Verlagerung von Anlagevermögen nach Irland durchgeführt haben. Folgende Vorgänge haben dabei vermutlich eine Rolle gespielt:^b

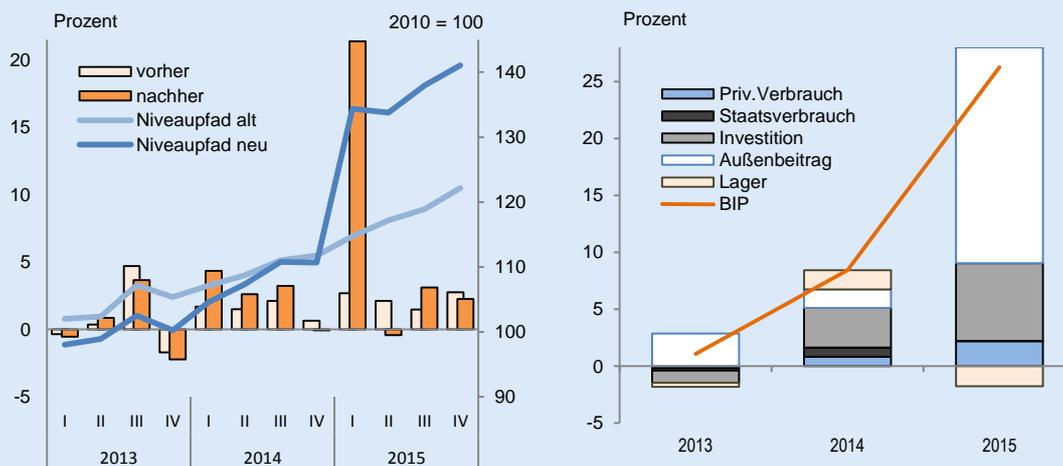
- Der Begriff „tax inversion“ beschreibt eine Strategie, den Firmensitz in ein anderes Land zu verlagern. Beispielsweise kauft ein großer US-Konzern eine kleinere irische Firma im Rahmen einer Fusion auf. Als Firmensitz des daraus hervorgegangenen Konzerns wird Irland gewählt, ohne jedoch die zentrale Firmenadministration tatsächlich dorthin zu verlagern. Das Anlagevermögen des neu entstandenen Unternehmens kann nun in Irland angesiedelt werden, und dieses wird folglich dem irischen Kapitalstock zugerechnet (Beispiele: Allergan, Tyco, Medtronic, Perrigo, Jazz Pharmaceuticals).
- Patente multinationaler Firmen werden nach Irland verlagert, so dass Lizenzgebühren als irische Exporte verbucht werden (Beispiel: Apple). Gewinne können durch eine entsprechende Bepreisung von Lizenzgebühren (Verrechnungspreise) auch von eigenen Zweigstellen im Ausland nach Irland verlagert werden.
- Weltweit eingesetzte Flugzeuge werden offiziell in Irland stationiert und werden gegen Gebühr an Fluggesellschaften verliehen. Leasinggebühren, Abschreibungen und Ersatzinvestitionen werden daher der irischen Wirtschaft zugerechnet, ohne dass die Flugzeuge jemals in Irland gelandet sein müssen (Beispiel: das niederländische Flugzeugleasing-Unternehmen AerCap).
- Ein multinationales Unternehmen mit Sitz in Irland vergibt Fertigungsaufträge an formal unabhängige Firmen im Ausland („contract manufacturing“). Die auswärtig produzierten Güter werden dann häufig direkt im Ausland weiter verkauft. Diese Geschäfte blähen die irischen Im- und Exporte auf, ohne dass irische Arbeiter mit den Produkten jemals in Berührung gekommen sein müssen. Gewinne werden allerdings in Irland versteuert.

Alle genannten (legalen) Methoden der Steuervermeidung haben gemeinsam, dass sich die statistisch erfasste Wirtschaftsleistung Irlands erhöht, obwohl dort nichts zusätzlich produziert wird. Insgesamt werden diese im Rahmen der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung an zwei Stellen erfasst:

1. Außenhandel: Da Lizenz- und Nutzungsgebühren für die hinzugekommenen Kapitalgüter nun nach Irland gezahlt werden, um dort günstiger versteuert zu werden, steigen die Exporte; bei der Auftragsfertigung steigen Im- und Exporte. Der Anstieg der Nettoexporte macht den größten Teil der Revision aus – das irische Bruttoinlandsprodukt ist im Jahr 2015 absolut um 50 Mrd. Euro gestiegen, die Nettoexporte um 35 Mrd. Euro. Dabei sind die Exporte um 75 Mrd. Euro gestiegen, die Importe um 40 Mrd. Euro.
2. Investitionen: Bilanzielle Abschreibungen für die nach Irland verlagerten Kapitalgüter werden nun Irland zugerechnet, genau wie entsprechende Ersatzinvestitionen. Der irische (bzw. der Irland zugerechnete) Kapitalstock hat sich vom Jahr 2014 von etwa 700 Mrd. Euro auf über eine Billion Euro im Folgejahr erhöht, was einer Steigerung um 34 Prozent entspricht.

Verwendungsseitig tragen die gestiegenen Nettoexporte etwa 19 Prozentpunkte zu der Expansionsrate von 26,3 Prozent bei, die Anlageinvestitionen knapp 7 Prozentpunkte (Abbildung K1-1).^c

Abbildung K1-1:
Expansionsraten des irischen Bruttoinlandsprodukts vor und nach der Revision (links) und verwendungs-
seitige Expansionsbeiträge nach der Revision (rechts) 2013–2015



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

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen

Quartalsdaten; preis-, kalender und saisonbereinigt; Expansionsbeiträge nach Verwendungskomponenten.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen

Die offiziellen Zahlen zur Entwicklung des irischen Bruttoinlandsprodukts bilden keinesfalls die tatsächliche wirtschaftliche Dynamik ab.^d Die Einkommen der irischen Bevölkerung sind nicht quasi „über Nacht“ in dieser Größenordnung gestiegen. Problematisch ist dies deshalb, da auf Basis dieser neuen Zahlen keine realistische Outputlücke für Irland berechnet werden kann, auf die sich die wirtschaftspolitische Ausrichtung stützt. Auch die Aussagekraft der Bruttoschuldenquote ist zweifelhaft, wenn diese um etwa 15 Prozentpunkte niedriger liegt als vor der Revision. Um die tatsächliche wirtschaftliche Dynamik besser zu erfassen, müssen letztlich andere Indikatoren identifiziert werden. Hierzu könnte der Konsum der Haushalte zählen, der im Jahr 2015 um 4,5 Prozent gestiegen ist. Ein weiteres Problem der zugrunde liegenden Steuervermeidungsaktivitäten ist, dass eine angemessene Beteiligung multinationaler Unternehmen an der Gesamtsteuerlast dadurch deutlich erschwert wird, unabhängig davon, welche Höhe der Unternehmensbesteuerung als angemessen eingeschätzt wird.

^aEffektiv zahlen viele Unternehmen sogar noch deutlich geringere Steuersätze als die genannten 12,5 Prozent, beispielsweise durch Ausnutzung von Unterschieden im europäischen Steuerrecht. Das Konstrukt „Double Irish with a Dutch Sandwich“ erlaubt es, weltweit erzielte Gewinne mit Hilfe von zwei irischen Firmen und einer niederländischen Firma letztlich zu einer Briefkastenfirma auf den Cayman Islands umzuleiten. Der Apple-Konzern wurde in diesem Zusammenhang jüngst von der EU-Kommission wegen „wettbewerbswidriger Beihilfe“ zu einer Steuernachzahlung in Höhe von 13 Milliarden Euro zuzüglich Zinsen an den irischen Staat belegt. — ^bIrish Times vom 15.7.2016. <<http://www.irishtimes.com/business/economy/ireland-s-gdp-figures-why-26-economic-growth-is-a-problem-1.2722170>>. — ^cLaut Eurostat (2016) wurden die Daten der Zahlungsbilanz in konsistenter Weise ebenfalls angepasst: Besonders betroffen von den Änderungen waren demnach Güterexporte, Dienstleistungsimporte und Direktinvestitionen, die nun allesamt deutlich stärker gestiegen sind. — ^dDas Bruttonationaleinkommen stieg im Jahr 2015 um 18,7 Prozent, die Industrieproduktion legte um etwa 37 Prozent zu.

ein erhebliches politisches Risiko besteht. Eine handlungsfähige Regierung ist angesichts der wirtschaftlichen Probleme in Italien freilich von großer Bedeutung. Trotz teilweise recht positiver Einzelindikatoren gewinnt die Erholung bislang nicht an Schwung. Währenddessen birgt die hohe Staatsverschuldung von derzeit 133 Prozent in Relation zur Wirtschaftsleistung weiterhin Stabilitätsgefahren, sowohl für Italiens eigene Finanzwirtschaft als auch für den Euroraum insgesamt.

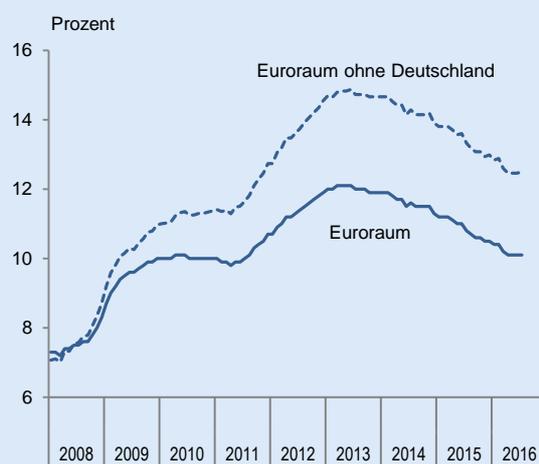
Spaniens Wirtschaft trotz der politischen Hängepartie. Nach der Parlamentswahl vom Dezember 2015 konnte keine neue Regierung gebildet werden, so dass es im Juni zu Neuwahlen kam, in der die Mehrheitsverhältnisse der Dezemberwahl allerdings im Wesentlichen bestätigt wurden. Versuche, eine Minderheitsregierung unter dem bisherigen Ministerpräsidenten Rajoy ins Amt zu bringen, sind zuletzt abermals gescheitert, so dass es im Dezember 2016 nochmals zu Neuwahlen kommen könnte, falls sich in den kommenden zwei Monaten nicht doch noch eine parlamentarische Mehrheit für einen Kandidaten findet. Bis einschließlich des zweiten Quartals 2016 hat die Regierungskrise jedoch die Konjunktur nicht erkennbar gedämpft. Auch im zweiten Quartal legte das Bruttoinlandsprodukt mit einer Rate von 0,8 Prozent stark zu. Die gesamtwirtschaftliche Produktion stieg im Verlauf der vergangenen vier Quartale um insgesamt 3,2 Prozent und wurde insbesondere für privaten Konsum und private Investitionen verwendet. Der Tourismus als ein wichtiges Standbein der spanischen Wirtschaft legte kräftig zu und verzeichnete im Sommer 2016 erneute Besucherrekorde. Von fiskalischer Seite wurden trotz einer deutlichen Verfehlung der Defizitziele bislang keine Konsolidierungsanstrengungen unternommen, welche die Konjunktur hätten dämpfen können.

Lage am Arbeitsmarkt verbessert sich weiter

Die Arbeitsmärkte im Euroraum haben sich weiterhin positiv entwickelt. Seit Mitte 2013 ist die Arbeitslosigkeit im Euroraum rückläufig.

Laut aktueller Arbeitsmarktdaten für Juli ist sie inzwischen auf 10,1 Prozent (ohne Deutschland: 12,5 Prozent) gefallen (Abbildung 4). In längerfristiger Betrachtung ist die Arbeitslosigkeit allerdings immer noch hoch. Mit der prognostizierten weiteren wirtschaftlichen Erholung dürfte sich der rückläufige Trend bei den Arbeitslosenzahlen fortsetzen.

Abbildung 4:
Arbeitslosenquote 2008–2016

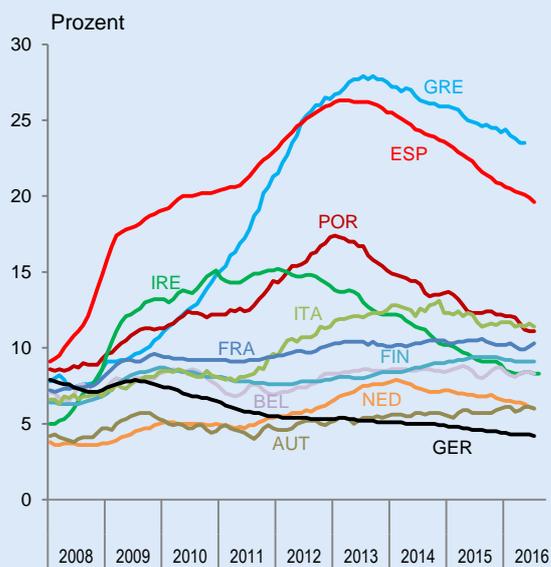


Monatsdaten, saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, Arbeitsmarktstatistik; eigene Berechnungen.

Insbesondere in den Ländern der Peripherie ist die Arbeitslosigkeit deutlich gefallen. In Irland ist die Arbeitslosenquote seit 2012 von über 15 Prozent auf zuletzt 8,3 Prozent zurückgegangen, in Portugal fiel sie seit Mitte 2013 von über 17 auf 11,1 Prozent, in Spanien von über 26 auf 19,6 Prozent, und selbst in Griechenland sank sie trotz der nach wie vor fehlenden Erholung der Produktion von 28 auf 23,5 Prozent (Abbildung 5). Merkwürdig gesunken ist die Arbeitslosenquote ferner in Italien von 13 Prozent Jahr 2014 auf aktuell 11,4 Prozent und in den Niederlanden von knapp 8 auf 6 Prozent. Lediglich in Frankreich verharrte die Arbeitslosenquote mit zuletzt 10,3 Prozent nahe an ihrem Höchstwert. Rekordniedrige Arbeitslosenzahlen werden weiterhin aus Deutschland gemeldet, wo die Arbeitslosigkeit nach ILO-Definition bei lediglich 4,2 Prozent liegt.

Abbildung 5:
Arbeitslosigkeit 2008–2016



Monatsdaten; Arbeitslosenquote (ILO-Definition), saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, Arbeitsmarktstatistik.

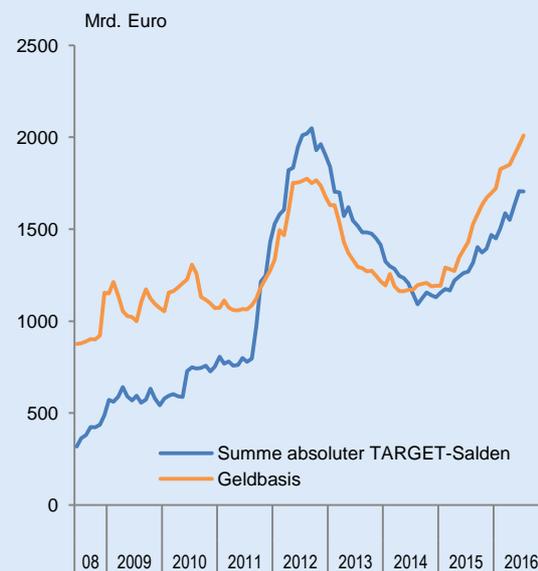
Die Lohndynamik im Euroraum ist derzeit so gering wie noch nie seit Bestehen der Währungsunion. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer nahm im ersten Quartal 2016 (jüngere Zahlen liegen noch nicht vor) um 1,3 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal zu, nach 1,2 Prozent im Quartal zuvor. Die allgemeine Lohndynamik ist damit weiterhin außerordentlich gering. Die Tarifverdienste, welche bereits bis zum zweiten Quartal 2016 bekannt sind, stiegen mit 1,5 Prozent nur geringfügig schneller. Die geringen Lohnzuwächse spiegeln zum einen die in vielen Ländern immer noch hohe Arbeitslosigkeit und dämpfende Effekte von Arbeitsmarktreformen wider, die in einigen Mitgliedstaaten in den Krisenjahren durchgeführt wurden. Zum anderen sind sie Reflex anhaltend niedriger Produktivitäts- und Preissteigerungen.

Monetäres Umfeld bleibt locker

Die Europäische Zentralbank setzt ihre Lockerungsmaßnahmen wie angekündigt um. Die Zentralbankzinsen sind unverändert

niedrig. Während der Spitzenrefinanzierungssatz bei 0,25 Prozent liegt und der Hauptrefinanzierungssatz 0,00 Prozent beträgt, werden bei der Einlagefazilität derzeit sogar Negativzinsen von -0,40 Prozent fällig. Wir erwarten, dass die Niedrigzinsphase über den gesamten Prognosezeitraum Bestand haben wird und rechnen bis zum Jahr 2018 mit keinem signifikanten Zinsschritt durch die EZB. Auch das umfangreiche Wertpapierkaufprogramm wird wie angekündigt umgesetzt. Derzeit belaufen sich die monatlichen Käufe auf 80 Milliarden Euro. Das Programm soll noch bis mindestens März 2017 fortgeführt werden. Für den Fall, dass sich der Inflationspfad nicht spürbar in die Richtung des Zentralbankziels verschiebt, ist eine weitere Verlängerung avisiert. Seit Juni kauft die EZB auch Unternehmensanleihen für etwa sieben bis acht Milliarden Euro im Monat. Im Falle einer neuerlichen Ausweitung des Programms könnte die EZB auch dem Beispiel der japanischen Notenbank folgen und Aktien in ihr Portfolio aufnehmen. Mit der Politik der quantitativen Lockerung ging ein erneuter Anstieg der Target2-Salden einher (Abbildung 6). Der Grund hierfür dürfte in der für die einzelnen Euroländer verschiedenen Risikoeinschätzung zu finden sein: Investoren, die ihre Staatspapiere an das

Abbildung 6:
TARGET-Salden und Geldbasis 2008–2016



Monatsdaten.

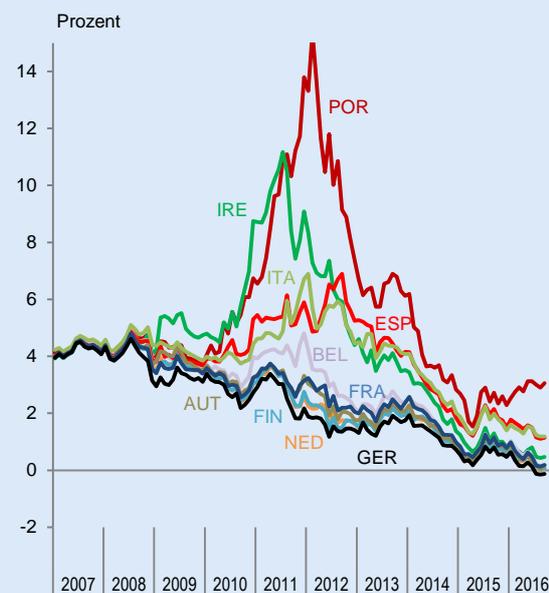
Quelle: Europäische Zentralbank.

Eurosystem verkauft haben, gehen davon aus, dass das neu geschöpfte Geld, welches sie im Gegenzug erhielten, wohl in Kernländern wie Deutschland sicherer deponiert ist als in den Peripheriestaaten. Da diese Unterschiede nicht ausreichend in entsprechenden Unterschieden bei den Geldmarktsätzen reflektiert sind, kommt es zu den im Target-System zu beobachtenden Umschichtungen zwischen den Mitgliedern der Währungsunion.

Die Zinsen im Euro-Währungsgebiet sind sehr niedrig. Seit dem Frühjahr sind die Kapitalmarktzinsen in fast allen Mitgliedsstaaten noch einmal gesunken (Abbildung 7). In einem Großteil der Länder rentierten zehnjährige Staatsanleihen zuletzt unter 0,2 Prozent. Dies sind etwa 0,8 Prozentpunkte weniger als ein Jahr zuvor. In Deutschland wurden zuletzt sogar Negativzinsen von rund -0,2 Prozent verzeichnet. Der Abwärtstrend wurde auch bei spanischen und italienischen Staatsanleihen nachvollzogen; im Niveau lagen die Zinsen hier aber etwas höher, bei zuletzt leicht über einem Prozent. Die einzigen Ausnahmen stellen Portugal und Griechenland dar. In Portugal stieg die Rendite auf Staatsanleihen im Jahresverlauf um 0,4 Punkte auf zuletzt rund drei Prozent, während in Griechenland das Zinsniveau immer noch über acht Prozent liegt.¹ Gleichzeitig setzte sich auch die Abflachung der Zinsstrukturkurve im Euroraum fort. Während zehnjährige Anleihen Ende August des Jahres 2015 noch etwa 1,5 Prozentpunkte mehr abwarfen als einjährige, war dieser Aufschlag zuletzt unter 0,9 Punkte gefallen. Auch der private Sektor sah eine weitere Verbilligung bei Neukrediten. Sowohl bei den Krediten an private Haushalte als auch bei solchen an nichtfinanzielle Unternehmen sanken die von den Banken verlangten Zinsen, sodass die „Composite Cost of Borrowing“-Indikatoren der EZB, welche eine Zusammenfassung der Zinskonditionen auf verschiedene Darlehensarten darstellen, für beide Bereiche von 2,2 Prozent im Juli 2015 auf zuletzt 1,9 Prozent fielen.

¹ Im Falle Griechenlands ist allerdings zu beachten, dass sich das Land vorwiegend im Rahmen des dritten Rettungsprogramms finanziert, das kapitalmarktunabhängige Zinskonditionen gewährt.

Abbildung 7:
Zinsen auf Staatsanleihen 2007–2016



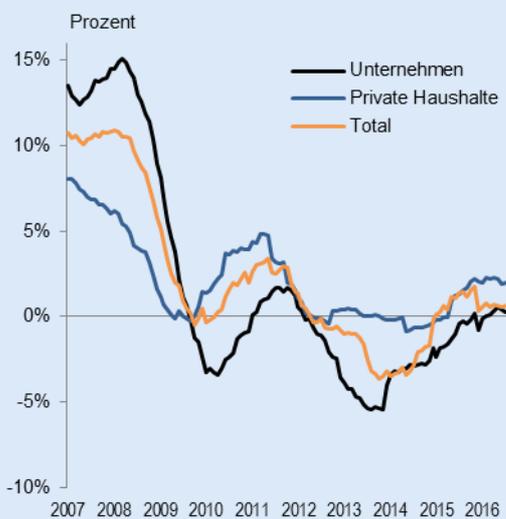
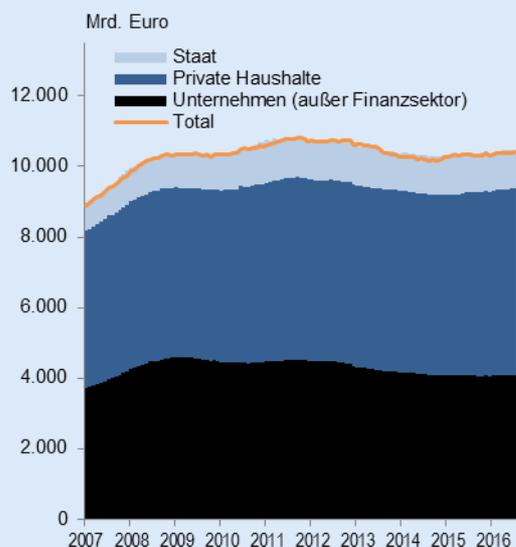
Tagesdaten, 10-jährige Staatsanleihen.

Quelle: Thomson Reuters Datastream.

Bei den privaten Haushalten und nichtfinanziellen Unternehmen kam es zu einer Beschleunigung der Kreditaufnahme. Der Anstieg des Gesamtkreditvolumens wurde zwar durch einen Rückgang bei den Darlehen an die öffentlichen Haushalte gebremst, so dass sich die Expansion der Kredite an den nichtfinanziellen Sektor im Aggregat leicht verlangsamte. Die Kreditvergabe an private Haushalte und nichtfinanzielle Unternehmen ist allerdings weiterhin steigend und deutet darauf hin, dass die vorherige Entschuldungsphase beendet ist. (Abbildung 8).

Der Euro wertete im Vorjahresvergleich leicht auf. Ende August lag der nominale effektive Wechselkurs etwa fünf Prozent über seinem Vorjahreswert. Allerdings war der Aufwertungsprozess bereits im vergangenen Winter abgeschlossen; seitdem blieb der Wechselkurs relativ konstant. Die Entwicklung einzelner Währungspaare ging dabei auseinander: während der Euro gegenüber dem Pfund Sterling binnen eines Jahres um etwa ein Sechstel aufwertete, gab er im Vergleich zum Yen in ähnlicher Größenordnung nach. Ein Euro kaufte zuletzt 1,12 Dollar – nahezu der gleiche Kurs wie vor einem Jahr.

Abbildung 8:
Bankkredite an den nichtfinanziellen Sektor 2007–2016



Monatsdaten, Veränderung gegenüber dem Vorjahresmonat.
Quelle: Europäische Zentralbank.

Finanzpolitik expansiv ausgerichtet

In zahlreichen Ländern des Euroraums ist der finanzpolitische Kurs im laufenden Jahr merklich gelockert worden. Die Europäische Kommission rechnet damit, dass sich der strukturelle Budgetsaldo in Relation zum BIP im laufenden Jahr um 0,3 Prozentpunkte verschlechtert, obwohl die gesunkenen Zinsen für

sich genommen den Budgetsaldo um 0,1 Prozentpunkte entlasten.

Die finanzpolitische Expansion in Spanien und Portugal führte zu einem Defizitverfahren. In Spanien und Portugal ist die Finanzpolitik bereits im vergangenen Jahr deutlich gelockert worden, obwohl beide Länder nach einer Reihe von Jahren mit Budgetdefiziten von zum Teil sehr deutlich über 3 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt gemäß den fiskalpolitischen Regeln von der Kommission zu einer Fortsetzung der Konsolidierungspolitik verpflichtet wurden und diese in den Stabilitätsprogrammen auch angekündigt hatten. Dass sich die Budgetdefizite im laufenden Jahr voraussichtlich merklich verringern, ist neben konjunkturell bedingten Mehreinnahmen und geringeren Zinsausgaben vor allem dem Fortfall von einmaligen Belastungen für den Haushalt geschuldet – in Portugal beispielsweise in Form von Unterstützungsmaßnahmen für das dortige Bankensystem in Höhe von 1,4 Prozent des Bruttoinlandsprodukts. Für das strukturelle Budgetdefizit zeichnete sich im Frühjahr für das laufende und das kommende Jahr vielmehr ein nochmaliger Anstieg ab. Vor diesem Hintergrund wurden Spanien und Portugal von der Europäischen Kommission im Rahmen einem formellen Vertragsverletzungsverfahren unterzogen und ultimativ aufgefordert, Maßnahmen zur Verminderung des Budgetdefizits zu ergreifen.² Frankreich wurde zwar nicht in gleicher Form abgemahnt, weicht aber nach gegenwärtigem Stand ebenfalls in diesem und im kommenden Jahr von dem im Rahmen des Fiskalpaktes eigentlich notwendigen Konsolidierungskurs ab.

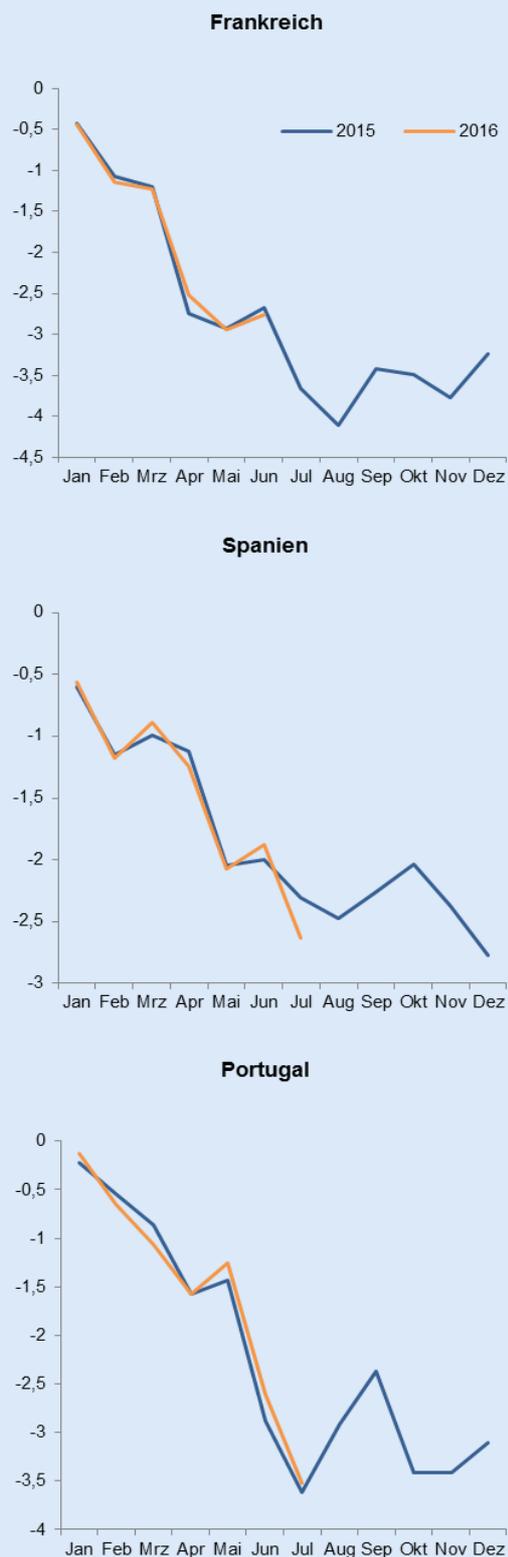
Die unterjährige Entwicklung der öffentlichen Haushalte deutet keine Verringerung der laufenden Budgetdefizite an. Betrachtet man die laufenden Kassenzahlen in Frankreich, Spanien und Portugal, die von den Einmalwirkungen nicht betroffen sein sollten, zeigt sich eine trotz besserer Konjunktur nahezu unverän-

² Eine eigentlich anstehende Vertragsstrafe wurde vom Europäischen Rat auf Empfehlung der Kommission jedoch nicht verhängt, allerdings sollen Strukturmittel der Europäischen Union eingefroren werden (Europäische Kommission 2016a). Dies könnte in Spanien und Portugal zu Mindereinnahmen von bis zu 1,3 Mrd. Euro bzw. von bis zu 500 Mio. Euro führen.

derte Budgetsituation. Aus den monatlichen kumulierten Budgetzahlen lässt sich die Prognose ableiten, dass der Budgetsaldo in allen drei Ländern auch im laufenden Jahr jenseits der 3-Prozent-Marke liegen wird. Bei der Interpretation der monatlichen Budgetzahlen muss allerdings im Falle Spaniens berücksichtigt werden, dass hier nur der Zentralstaat abgebildet ist. Zwar dürfte dessen Defizit wie im Vorjahr unter der 3-Prozent-Marke liegen, hinzu kommen aber die Budgetsalden der Regionen, die im vergangenen Jahr deutlich defizitär waren und ihre Haushalte wohl auch in diesem Jahr nicht werden ausgleichen können. In Portugal lag das Defizit ohne den starken Einmaleffekt im vergangenen Jahr knapp über 3 Prozent, was die aktuellen Kassenzahlen auch für dieses Jahr nahelegen (Abbildung 9).

Aus Sicht der Stabilität der öffentlichen Finanzen ist es für alle drei Länder, wie auch für Italien, geboten, die Finanzpolitik (wieder) restriktiver zu gestalten. Dies scheint angesichts des hohen Schuldenstandes und des Risikos mittelfristig steigender Zinsen geboten. Dem wird häufig entgegnet, dass aus makroökonomischen Stabilitätserwägungen die Finanzpolitik in diesen Ländern wie im gesamten Euroraum expansiv ausgerichtet sein sollte. Die Europäische Kommission sieht eine Lösung in diesem Konflikt darin, dass die Länder, deren Haushaltssituation als nachhaltig angesehen wird, für einen positiven Fiskalimpuls sorgen, welcher die Konjunktur im Euroraum insgesamt, insbesondere aber auch in den Ländern, die höhere Staatsschulden haben, anregen soll. Es ist allerdings fraglich, ob es ein sinnvoller Ansatz ist, einzelne Länder in der Währungsunion zu expansiver Finanzpolitik zu drängen, um damit die Konjunktur von Ländern mit angespannten öffentlichen Finanzen zu stimulieren. Es ist unklar, ob die Übertragungseffekte, und damit der anvisierte Nutzen, hinreichend groß sind, um in Kauf zu nehmen, dass die Konjunktur in den impulsgebenden Ländern mehr oder weniger bewusst destabilisiert wird (Kasten 2). Zusätzliche Fiskalimpulse, ob nun aus dem In- oder Ausland, sind zudem nicht geeignet, strukturelle Krisen zu lösen.

Abbildung 9:
Monatliche Budgetsalden 2015 und 2016



Kumuliert. In Relation zum jährlichen Bruttoinlandsprodukt. Spanien: Zentralregierung. Portugal: Gebietskörperschaften.

Quelle: Ministère de l'Economie, des Finances et de l'Industrie, France; Ministry of the Economy and Finance, Spain; Direcção Geral do Orçamento, Portugal.

Kasten 2:**Zur Koordinierung finanzpolitischer Konjunkturimpulse**

Derzeit wird vermehrt die Idee vertreten, dass die Ausrichtung der Finanzpolitik im Euroraum insgesamt („Euro area fiscal stance“) eine bedeutsame wirtschaftspolitische Zielgröße sei und dass diese zur makroökonomischen Situation im gesamten Euroraum „passen“ sollte. Beispielsweise veröffentlicht die Europäische Kommission im Rahmen des Europäischen Semesters seit Kurzem wirtschaftspolitische Empfehlungen für den Euroraum insgesamt und diskutiert, inwieweit die finanzpolitische Ausrichtung für den Euroraum insgesamt „angemessen“ ist (Europäische Kommission 2016b). In jüngster Zeit werden daher beispielsweise höhere öffentliche Ausgaben des deutschen Staates gefordert und auch damit begründet, dass durch Übertragungseffekte die Konjunktur des übrigen Euroraums gestärkt werden könne (Europäische Kommission 2015; Europäische Kommission 2016c). Zusätzliche Ausgaben in Deutschland sollen demnach ausgleichen, dass andere Länder mit angespannterer Haushaltslage selbst keine hinreichend expansive Fiskalpolitik betreiben können bzw. sollen.

Allerdings ist fraglich, ob eine expansive Finanzpolitik in einem Mitgliedsland zu merklichen konjunkturellen Impulsen in den anderen Mitgliedsländern des Euroraums führt. Dies wäre nur dann der Fall, wenn es spürbare positive Übertragungseffekte über den Außenhandelskanal gibt, während die gemeinsame Geldpolitik nicht auf den expansiven Impuls reagieren dürfte (Ademmer et al. 2016). In geldpolitisch normaleren Zeiten würde der zunächst positive Übertragungseffekt des Außenhandels ansonsten durch steigende Zinsen und einen steigenden Außenwert des Euro wieder größtenteils ausgeglichen werden. Im Extremfall könnte ein fiskalisch ausgelöster Boom in Deutschland sogar die Konjunktur in anderen Ländern über eine straffere gemeinsame Geldpolitik insgesamt belasten. Das bedeutet, dass das diskutierte Konzept – die finanzpolitische Ausrichtung des Euroraums – in geldpolitisch normaleren Zeiten mangels Netto-Übertragungseffekten keine wirkliche Bedeutung hat.

In der derzeitigen geldpolitischen Ausnahmesituation könnten die kompensierenden Effekte der Geldpolitik allerdings gering sein. Zusätzliche wirtschaftliche Aktivität aus einem möglichen Konjunkturprogramm würde die Kreditkonditionen für den Euroraum und den Außenwert der Währung demnach zunächst nicht wesentlich beeinflussen. Ob die resultierenden Übertragungseffekte allerdings bei einem umfangreichen öffentlichen Bauprogramm Deutschlands die Konjunktur z.B. in Italien maßgeblich stimulieren würden, ist dennoch zweifelhaft. Eine aktuelle Studie der Deutschen Bundesbank zeigt selbst im Falle ohne geldpolitische Reaktion nur sehr moderate Impulse (Deutsche Bundesbank 2016). Der entscheidende Punkt ist jedoch, dass die Übertragungseffekte auf andere Länder ohnehin nur eine Nebenwirkung darstellen. Die Hauptwirkung eines öffentlichen Bauprogramms läge in Deutschland selbst, obwohl die deutsche Volkswirtschaft nicht unterausgelastet ist und einen solchen Impuls nicht benötigt. Somit würde es die konjunkturelle Überhitzung in der deutschen Bauindustrie weiter befeuern, was für sich genommen schädlich ist und die politische Akzeptanz in dem Land, das für den Fiskalimpuls sorgen soll, unterminiert. Eine solche Politik würde dem Ziel einer stabilitätsorientierten Wirtschaftspolitik also auf Ebene des einzelnen Staates entgegen wirken. Konjunkturschwankungen auf disaggregierter Ebene der Einzelstaaten würden sich verstärken, wenn die aggregierte finanzpolitische Ausrichtung zur wirtschaftspolitischen Zielgröße erklärt wird.

Außerdem ist festzuhalten, dass angesichts struktureller Verwerfungen in einigen Krisenländern die konjunkturelle Lage nicht leicht zu bestimmen ist, da in den üblichen Messverfahren zur Bestimmung des Produktionspotentials bzw. der Outputlücke die Besonderheiten einer Strukturkrise nicht berücksichtigt werden können. Je mehr es sich um eine Strukturkrise und nicht um eine Konjunkturkrise handelt, desto weniger sind Fiskalimpulse geeignet, die wirtschaftliche Dynamik des Landes substantiell zu fördern – dies gilt auch für Impulse aus dem Ausland. Finanzpolitische Impulse haben nur einen vorübergehenden Charakter und stützen möglicherweise eher Strukturen, die ursächlich für die Krise sind und eigentlich überwunden werden sollten.

Wir erwarten für die kommenden Jahre eine wenig veränderte Ausrichtung der Finanzpolitik im Euroraum. Damit bleibt die Finanzpolitik im Prognosezeitraum leicht expansiv ausgerichtet. Der Budgetsaldo dürfte sich wegen der anhaltenden konjunkturellen Erholung und weiter sinkender Zinslasten dennoch ver-

bessern, so dass das Defizit von 1,9 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2016 (2,8 Prozent im Euroraum ohne Deutschland) über 1,7 Prozent (2,6 Prozent) im Jahr 2017 auf 1,5 Prozent (2,5 Prozent) im Jahr 2018 sinken wird (Tabelle 1).

Tabelle 1:
Budgetsaldo des Staates im Euroraum 2015–2018

	2015	2016	2017	2018
Deutschland	0,7	0,5	0,5	0,7
Frankreich	-3,5	-3,4	-3,4	-3,3
Italien	-2,6	-2,7	-2,6	-2,5
Spanien	-5,1	-4,0	-3,5	-3,3
Niederlande	-1,8	-1,7	-1,3	-0,9
Belgien	-2,6	-2,6	-2,3	-2,0
Österreich	-1,2	-1,5	-1,4	-1,2
Finnland	-2,7	-2,3	-1,8	-1,5
Griechenland	-7,2	-3,0	-2,5	-2,0
Irland	-2,3	-0,9	-1,0	-1,0
Portugal	-4,4	-3,2	-2,8	-2,6
Slowakei	-3,0	-2,2	-1,4	-1,2
Luxemburg	1,2	1,3	-0,3	0,0
Slowenien	-2,9	-2,1	-1,9	-1,7
Litauen	-0,2	-1,1	-0,2	0,0
Lettland	-1,3	-1,6	-1,2	-1,0
Estland	0,4	-0,3	-0,3	-0,2
Zypern	-1,0	0,2	0,4	0,5
Malta	-1,5	-1,1	-0,9	-0,7
Euroraum	-2,1	-1,9	-1,7	-1,5
Euroraum ohne Deutschland	-3,2	-2,8	-2,6	-2,5

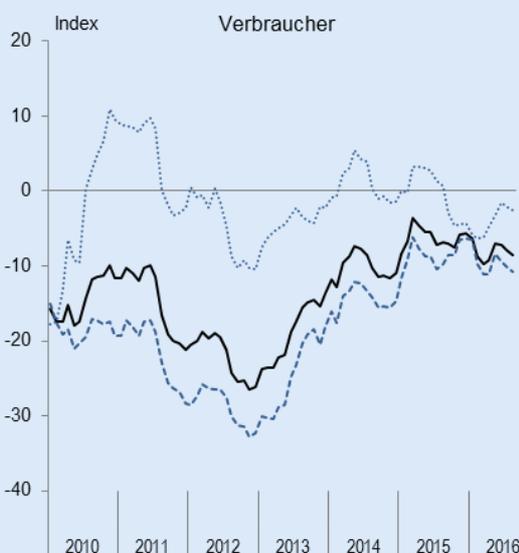
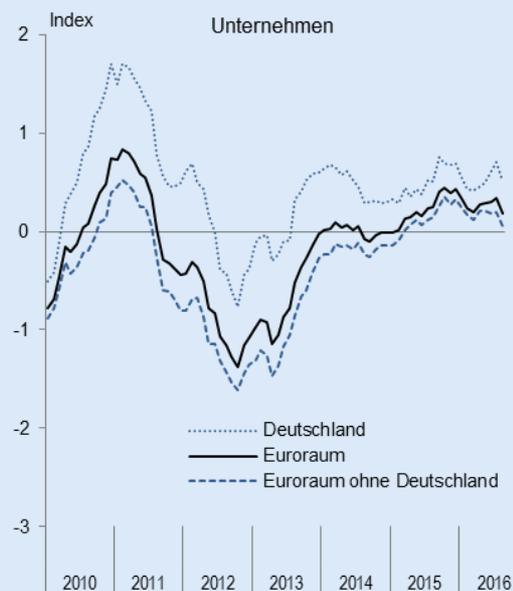
Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

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

Ausblick: Die Erholung bleibt vorerst moderat

Die Konjunkturtendenz bleibt insgesamt verhalten aufwärts gerichtet. Die Entscheidung der Briten, aus der EU auszutreten, hatte zunächst keine erkennbare Wirkung auf die Stimmungsindikatoren. Im August zeigte sich jedoch eine leichte Eintrübung der Unternehmenszuversicht – wenn auch auf weiterhin ordentlichem Niveau –, die als verspätete Reaktion auf das Brexit-Votum gedeutet werden könnte (Abbildung 10). Auch Industrie- und Bauproduktion stagnierten zuletzt. Andere Indikatoren sind bislang immerhin stabil (z.B. Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe, EUROFRAME-Indikator) oder leicht aufwärts gerichtet (Kreditvergabe, Einkaufsmanagerindex, Einzelhandelsumsätze, Fahrzeugneuzulassungen). Zusammen genommen deuten die Frühindikatoren für die kommenden Monate auf eine weiterhin moderate Zunahme der Produktion im Euroraum hin.

Abbildung 10:
Stimmungsindikatoren 2010–2016



Monatsdaten; saisonbereinigt.

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

In den kommenden beiden Jahren wird die konjunkturelle Grundtendenz wohl in etwa beibehalten werden. Getragen wird die Erholung dabei vor allem von heimischen Auftriebskräften. Der private Verbrauch dürfte von der voranschreitenden Belegung am Arbeitsmarkt und weiterhin von den relativ niedrigen Energiepreisen profitieren. Die Finanzpolitik wird über den Prognosezeitraum hinweg voraussichtlich expansiv ausgerichtet sein, auch im Hinblick auf anstehende Wahlen in einigen gro-

ßen Mitgliedsstaaten (Niederlande im März 2017, Frankreich im April/Mai 2017 und Deutschland im September 2017). Infolge einer zusehends Tritt fassenden Konjunktur und angesichts weiterhin niedriger Zinsen dürfte auch die Investitionstätigkeit zunehmen, die gerade in einigen südeuropäischen Ländern in den vergangenen Jahren sehr schwach war und somit das Potenzial für zukünftig stärkere Zuwächse bietet. Dies gilt insbesondere, wenn sich strukturelle Probleme in einigen Mitgliedsstaaten nach und nach auflösen – beispielsweise die Probleme im italienischen Bankensektor – und die damit verbundene Unsicherheit stärker in den Hintergrund rückt.

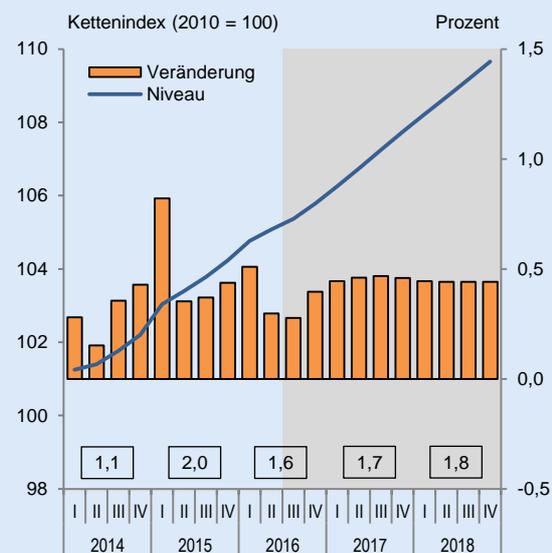
Der Außenhandel wird im Prognosezeitraum voraussichtlich nur wenig Impulse geben.

Die Ausfuhren dürften von der moderaten Zunahme des Welthandels profitieren, auch wenn die Dynamik des Welthandels wohl verhalten bleiben wird. Der weiterhin niedrige Außenwert des Euro unterstützt die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen, so dass wir für den Prognosezeitraum einen moderaten Zuwachs bei den Exporten erwarten. Da in Folge einer allmählichen Belebung der inländischen Verwendung auch die Importe stärker zulegen werden, dürfte der Außenhandel allerdings rechnerisch kaum zur Expansion des Bruttoinlandsprodukts beitragen.

Das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum wird im laufenden Jahr voraussichtlich um 1,6 Prozent expandieren und in den kommenden Jahren geringfügig stärker zunehmen.

Für die Jahre 2017 und 2018 erwarten wir eine Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion um 1,7 Prozent bzw. 1,8 Prozent. (Abbildung 11; Tabelle 2). Damit revidieren wir unsere Einschätzung aus der Sommerprognose (Boysen-Hogrefe et al. 2016a) für die Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts im Euroraum um 0,1 Prozentpunkte (2016) und 0,2 Prozentpunkte (2017) leicht nach unten. Die konjunkturelle Dynamik im übrigen Euroraum dürfte geringfügig schwächer ausfallen als in Deutschland (Abbildung 12).

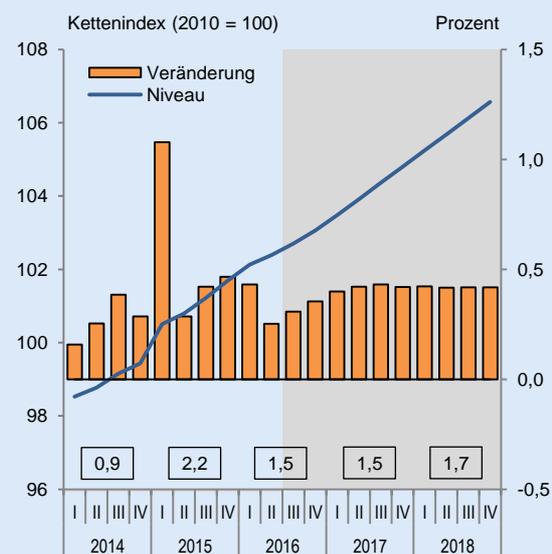
Abbildung 11:
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 2014–2018



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

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

Abbildung 12:
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum ohne Deutschland 2014–2018



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 2016–2018

	2016				2017				2018				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2016	2017	2018
Bruttoinlandsprodukt	0,5	0,3	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	1,6	1,7	1,8
Inlandsnachfrage	0,5	-0,1	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	1,6	1,7	2,0
Privater Verbrauch	0,6	0,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,6	1,5	1,6
Staatsverbrauch	0,6	0,1	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	1,7	1,4	1,6
Anlageinvestitionen	0,4	0,0	0,5	0,8	0,8	0,6	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	2,2	2,7	3,3
Vorratsänderungen	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,0	0,0
Außenbeitrag	0,1	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1
Exporte	0,0	1,1	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,1	1,1	2,6	4,3	4,6
Importe	-0,1	0,4	1,1	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	2,8	4,5	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.

Tabelle 3:
Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Ländern des Euroraums 2015–2018

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise				Arbeitslosenquote			
		2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Deutschland	29,0	1,5	1,8	2,0	2,1	0,1	0,4	1,3	1,6	4,6	4,3	3,8	3,3
Frankreich	20,9	1,2	1,3	1,4	1,6	0,1	0,3	1,2	1,5	10,4	10,1	9,8	9,4
Italien	15,7	0,6	0,8	0,8	1,2	0,1	-0,1	0,9	1,0	11,9	11,5	10,8	10,0
Spanien	10,3	3,2	3,1	2,4	1,9	-0,6	-0,6	0,7	1,0	22,1	19,7	18,0	17,0
Niederlande	6,5	2,0	1,6	1,6	1,9	0,2	0,1	1,1	1,3	6,9	6,2	5,9	5,5
Belgien	3,9	1,4	1,4	1,5	1,7	0,6	1,7	2,2	2,4	8,5	8,4	8,3	8,2
Österreich	3,3	0,8	1,4	1,3	1,6	0,8	0,8	1,6	1,8	5,7	5,8	5,7	5,6
Irland	2,4	26,3	1,9	2,5	2,8	-0,3	-0,3	1,2	1,7	9,5	8,3	7,6	7,0
Finnland	2,0	0,2	1,0	1,6	1,6	-0,2	0,4	1,4	1,6	9,4	9,1	8,7	8,2
Portugal	1,7	1,5	1,0	1,1	1,4	0,5	0,7	1,4	1,6	12,7	11,6	10,4	9,5
Griechenland	1,7	-0,3	-0,3	1,2	1,8	-1,1	0,1	1,1	1,3	25,0	23,5	21,9	20,0
Slowakei	0,7	3,6	3,7	3,7	3,7	-0,4	-0,4	1,2	1,7	11,5	9,8	8,2	7,0
Luxemburg	0,5	4,9	4,0	3,0	2,8	0,1	-0,2	1,1	1,5	6,5	6,2	6,0	5,8
Slowenien	0,4	2,1	2,1	2,7	2,8	-0,8	-0,3	1,1	1,5	9,0	8,1	7,5	7,0
Litauen	0,4	1,6	2,4	3,1	3,2	-0,7	0,5	1,6	2,2	9,1	8,1	7,1	6,5
Lettland	0,2	2,7	1,1	2,7	3,2	-0,7	0,5	1,6	2,2	9,9	9,7	9,0	8,5
Estland	0,2	1,2	1,6	2,0	2,6	0,2	-0,2	0,9	1,4	6,2	6,2	5,8	5,5
Zypern	0,2	1,6	2,9	3,0	2,8	0,1	0,5	1,3	1,7	14,9	11,8	10,0	8,9
Malta	0,1	6,2	3,1	2,7	3,1	-1,6	-1,1	0,7	1,1	5,4	4,4	4,5	4,5
Euroraum	100,0	2,0	1,6	1,7	1,8	0,0	0,2	1,2	1,4	10,9	10,1	9,4	8,8
Euroraum ohne Deutschland	71,0	2,2	1,5	1,5	1,7	-0,0	0,1	1,1	1,3	13,1	12,2	11,4	10,7

Gewicht: auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen von 2015 (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 2014.

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

Frankreich und Italien kommen nur allmählich in Schwung, während sich die starke Erholung in Spanien etwas verlangsamen dürfte. Frankreichs Bruttoinlandsprodukt wird im laufenden Jahr wohl mit 1,3 Prozent expandieren, in den Jahren 2017 und 2018 mit 1,4 bzw. 1,6 Prozent. In Italien wird die Zunahme der wirtschaftlichen Aktivität voraussichtlich

weiter hinter dem Durchschnitt des Euroraums zurückbleiben, weil strukturelle Probleme eine kräftigere Expansion immer noch behindern. So wird das Bruttoinlandsprodukt im Jahresdurchschnitt 2016 und 2017 voraussichtlich nur um jeweils 0,8 Prozent expandieren. Erst für das Jahr 2018 erwarten wir eine nennenswert stärkere wirtschaftliche Dynamik (+1,2 Prozent).

Für Spanien rechnen wir mit einer Verlangsamung der zuletzt sehr kräftigen Expansion, die sich mit Raten von 3,1 Prozent, 2,4 und 1,9 Prozent auf die Jahre 2016 bis 2018 verteilt (Tabelle 3).

Der Preisauftrieb dürfte mit dem Fortfall der dämpfenden Effekte von Seiten der Energiepreise wieder zulegen. Für den Ölpreis unterstellen wir, dass dieser zunächst bis 2017 auf dem aktuellen Niveau zwischen 45 und 50 Dollar je Barrel verharrt, um dann allmählich bis auf 55 Dollar am Ende des Jahres 2018 zu steigen. Bei diesen Annahmen dürfte sich die Inflation im zweiten Halbjahr aufgrund des Basiseffekts bei den Energiepreisen schritt-

weise der Kernrate von knapp einem Prozent annähern. Im Durchschnitt des Jahres 2016 werden die Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahr voraussichtlich um 0,2 Prozent steigen, im Jahr 2017 dürfte die Inflationsrate auf 1,2 Prozent steigen und im Jahr 2018 nochmals leicht auf 1,4 Prozent zulegen.

Die Arbeitslosigkeit wird im Prognosezeitraum weiter zurückgehen. Die Arbeitslosenquote wird nach 10,9 Prozent im Durchschnitt des Jahres 2015 im laufenden Jahr durchschnittlich bei 10,2 Prozent liegen. Im Jahr 2017 wird die Arbeitslosigkeit voraussichtlich auf 9,4 Prozent der Erwerbspersonen, im Jahr 2018 weiter auf 8,8 Prozent sinken.

Literatur

- Ademmer, E., C. Boeing-Reicher, J. Boysen-Hogrefe, K.-J. Gern und U. Stolzenburg (2016). Euro area fiscal stance: definition, implementation and democratic legitimacy. Via Internet (1. September 2016) <[http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2016/574425/IPOL_IDA\(2016\)574425_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2016/574425/IPOL_IDA(2016)574425_EN.pdf)>.
- Boysen-Hogrefe, J., K.-J. Gern, P. Hauber, S. Kooths und U. Stolzenburg (2016a). Wieder etwas stärkere Expansion der Weltwirtschaft. Kieler Konjunkturberichte Nr. 19 (2016|2). Institut für Weltwirtschaft, Kiel. Via Internet (1. September 2016) <https://www.ifw-kiel.de/pub/kieler-konjunkturberichte/2016/kkb_19_2016-q2_welt_de.pdf>.
- Boysen-Hogrefe, J., S. Fiedler, D. Groll, N. Jannsen, S. Kooths, M. Plödt und G. Potjagailo (2016b). Gedehnter Aufschwung in Deutschland. Kieler Konjunkturberichte Nr. 23 (2016|3). Institut für Weltwirtschaft, Kiel. Via Internet (8. September 2016) <https://www.ifw-kiel.de/pub/kieler-konjunkturberichte/2016/kkb_23_2016-q3_deutschland_de.pdf>.
- Deutsche Bundesbank (2016). Zu den internationalen Auswirkungen einer Ausweitung der öffentlichen Investitionen in Deutschland. *Monatsbericht*. August. Frankfurt am Main.
- Europäische Kommission (2015). Macroeconomic imbalances Country Report – Germany 2015. European Economy – Occasional Papers 214. Via Internet (1. September 2016) <http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/occasional_paper/2015/op214_en.htm>.
- Europäische Kommission (2016a). Stabilitäts- und Wachstumspakt: EU-Finanzminister verabschieden Empfehlungen für Spanien und Portugal. Pressemitteilung der deutschen Vertretung der Europäischen Kommission. Via Internet (1. September 2016) <https://ec.europa.eu/germany/news/stabilit%C3%A4ts-und-wachstumspakt-eu-finanzminister-verabschieden-empfehlungen-f%C3%BCr-spanien-und_de>.
- Europäische Kommission (2016b). Alert Mechanism Report 2016. Via Internet (1. September 2016) <http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2016/ags2016_alert_mechanism_report.pdf>.
- Europäische Kommission (2016c). Country Report Germany 2016. Via Internet (5. September 2016) <http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2016/cr2016_germany_en.pdf>.
- Eurostat (2016). Irish GDP Revision. Via Internet (7. September 2016) <http://ec.europa.eu/eurostat/documents/24987/6390465/Irish_GDP_communication.pdf>.
- Gern, K.-J., P. Hauber und S. Kooths (2016). Weltkonjunktur gewinnt vorerst nur wenig Schwung. Kieler Konjunkturberichte Nr. 21 (2016|3). Institut für Weltwirtschaft, Kiel. Via Internet (1. September 2016) <https://www.ifw-kiel.de/pub/kieler-konjunkturberichte/2016/kkb_21_2016-q3_welt_de.pdf>.