

KIELER KONJUNKTUR- BERICHTE

Konjunktur im Euroraum im Frühjahr 2017

Abgeschlossen am 8. März 2017



Nr. 28 (2017|Q1)

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

INHALTSVERZEICHNIS

Euroraum trotz vieler Unwägbarkeiten im Aufwind

Zur Lage in den Mitgliedsländern.....	5
Positive Entwicklung am Arbeitsmarkt	7
Straffung der Geldpolitik noch nicht in Sicht.....	8
<i>Kasten 1: Wirkung und Nebenwirkungen der Politik der Quantitativen Lockerung (QE)</i>	<i>9</i>
<i>Kasten 2: Neues Allzeithoch bei Target-Salden.....</i>	<i>11</i>
Budgetdefizit sinkt	15
Ausblick: Erholung mit etwas mehr Schwung	17
Literatur	21

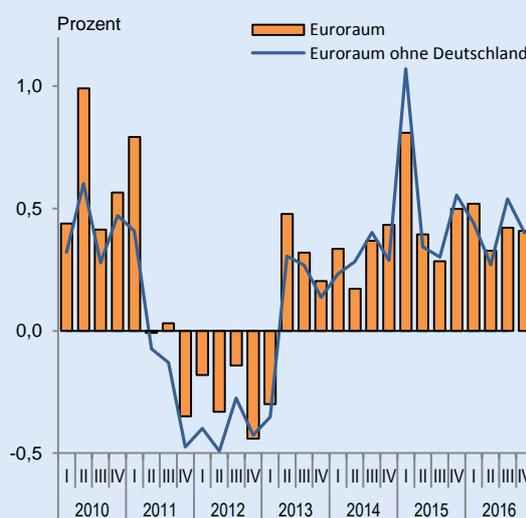
EURORAUM TROTZ VIELER UNWÄGBARKEITEN IM AUFWIND

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

Die konjunkturelle Erholung im Euroraum bleibt insgesamt moderat. Wir erwarten für das laufende Jahr eine Zunahme des Bruttoinlandsprodukts um 1,8 Prozent, im kommenden Jahr um 1,7 Prozent. Verschiedene Stimmungsindikatoren haben sich in den vergangenen Monaten verbessert und deuten auf eine beschleunigte konjunkturelle Grundtendenz hin. Allerdings sind wichtige harte (nicht umfragebasierte) Indikatoren zuletzt hinter den gestiegenen Erwartungen zurückgeblieben, allen voran die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts im vierten Quartal 2016. So gibt es derzeit noch zu wenig belastbare Evidenz für eine spürbare Belebung der bis zuletzt verzeichneten moderaten Expansionsdynamik. Diese vollzieht sich weiter unter einer Fülle politischer Risiken im Prognosezeitraum. Zu diesen Unwägbarkeiten zählen die bevorstehenden EU-Austrittsverhandlungen mit dem Vereinigten Königreich, wichtige Wahlen in vier der fünf größten Mitgliedsländer, sowie die schwer kalkulierbare Wirtschafts- und Handelspolitik der neuen US-Administration. Unter dem Strich sind die Auftriebskräfte im Euroraum gleichwohl intakt – die Arbeitslosigkeit ist weiter rückläufig, viele Frühindikatoren sind erkennbar aufwärts gerichtet und die Konjunktur wird weiterhin durch niedrige Zinsen und den geringen Außenwert des Euro unterstützt; zudem wird die Finanzpolitik voraussichtlich leicht expansiv ausgerichtet sein. Unterdessen ist die Verbraucherpreisinflation zuletzt sprunghaft auf 2,0 Prozent gestiegen. Mit dem Abklingen der derzeit preissteigernden Effekte vonseiten der Energiepreise dürfte sich die Preisdynamik allerdings wieder etwas abschwächen und die Inflationsrate Ende 2018 bei knapp eineinhalb Prozent liegen.

Die moderate Erholung im Euroraum hat sich fortgesetzt. In der zweiten Jahreshälfte 2016 expandierte das Bruttoinlandsprodukt mit einer Rate von jeweils 0,4 Prozent je Quartal (Abbildung 1); im Gesamtjahr 2016 lag die Zuwachsrate bei 1,7 Prozent. Die gesamtwirtschaftliche Produktion im Euroraum ist damit inzwischen seit fast vier Jahren ohne Unterbrechung gestiegen, wenngleich die Expansionsdynamik im Vergleich zu früheren Aufschwüngen bislang moderat geblieben ist – eine kräftigere Erholung lässt noch auf sich warten. Verschiedene Stimmungsindikatoren deuten am aktuellen Rand zwar auf eine bevorstehende Belebung der konjunkturellen Grundtendenz hin, allerdings ist diese in realwirtschaftlichen Indikatoren derzeit noch nicht sichtbar geworden.

Abbildung 1:
Bruttoinlandsprodukt 2010–2016

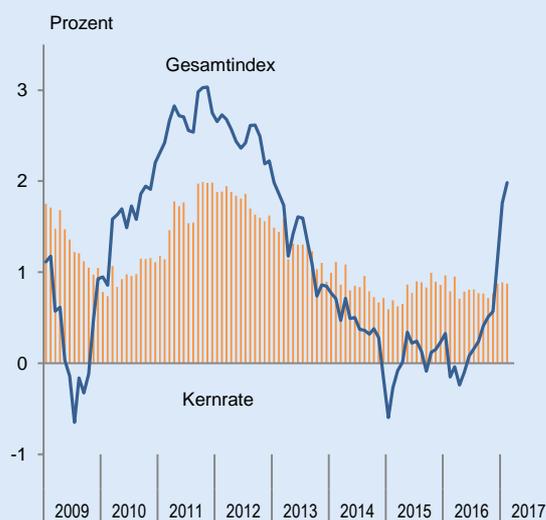


Quartalsdaten; kalender-, preis- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen.

Die Inflationsrate legte aufgrund der im Vorjahresvergleich stark gestiegenen Energiepreise zuletzt wieder deutlich zu. Der Verbraucherpreisanstieg wurde in den Jahren 2015 und 2016 durch sehr niedrige Energiepreise gedämpft. Die Energie- und Rohstoffpreise erreichten im Februar 2016 bei einem Ölpreis von knapp 30 Dollar je Fass der Sorte Brent ihren bisherigen Tiefpunkt und haben sich seither erholt; der Ölpreis ist inzwischen auf etwa 55 Dollar gestiegen. Somit liegen die Energiepreise derzeit deutlich über ihren Vorjahresniveaus, wodurch auch die Inflationsrate im Vorjahresvergleich zuletzt sprunghaft auf 2,0 Prozent gestiegen ist (Februar 2017). Ein weiterer Faktor waren merklich steigende Preise bei unverarbeiteten Lebensmitteln. Die Kernrate der Inflation, bei der Änderungen der schwankungsanfälligen Preiskomponenten von Energie und unverarbeiteten Lebensmitteln nicht zu Buche schlagen, lag mit 0,9 Prozent dagegen auf einem kaum veränderten Niveau (Abbildung 2). Sofern die Energiepreise auf dem gegenwärtigen Niveau verharren, wird die Gesamtinflationsrate somit in den kommenden Monaten voraussichtlich wieder etwas zurückgehen.

Abbildung 2:
Verbraucherpreise 2009–2017



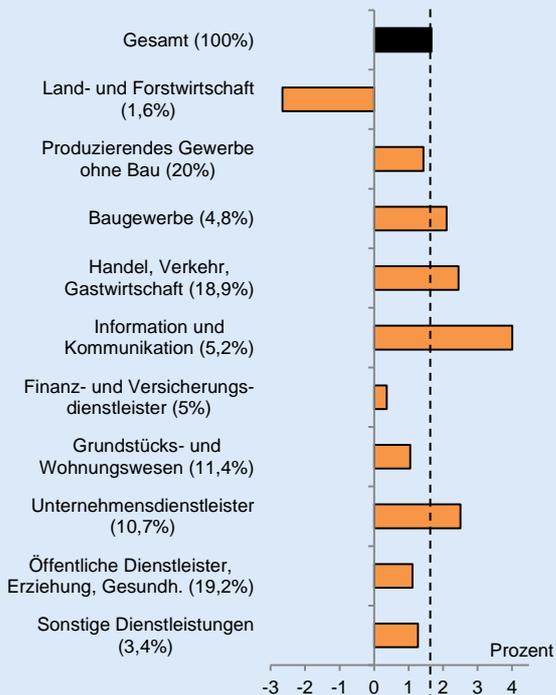
Monatsdaten; Veränderung gegenüber dem Vorjahr. Kernindex: Gesamtindex ohne Energie und unverarbeitete Lebensmittel.

Quelle: Europäische Zentralbank, Monatsbericht.

Die Ausdifferenzierung der Zinsen an den Anleihemärkten spiegelt in erster Linie politische Risiken. Parallel mit dem energiepreisbedingten Anstieg der Verbraucherpreisinflation sind langfristige Inflationserwartungen und auch langfristige Zinsen über die letzten Monate gestiegen. Gleichzeitig sind die Zinsaufschläge der Anleihen einiger Mitgliedsstaaten – insbesondere Portugal und Italien, aber auch Frankreich, Spanien und Belgien – gegenüber deutschen Staatsanleihen seit Mitte letzten Jahres wieder angeschwollen, worin eine gestiegene Risikowahrnehmung zum Ausdruck kommt. Diese erhöhten Zinsspreads können verschiedene Gründe haben. Zum einen besteht ein nicht zu vernachlässigendes Risiko, dass EU-kritische Kräfte in Italien oder Frankreich zukünftig politische Macht erringen, was im Eintrittsfall erhebliche politische Umwälzungen mit sich bringen würde, bis hin zu einem möglichen Verlassen der Gemeinschaftswährung durch eines dieser Länder. Zum anderen dürften sich die Zinsspreads bei einem allgemeinen Anstieg des Zinsniveaus ohnehin etwas ausdifferenzieren, da die Risikoaufschläge derzeit durch außergewöhnliche geldpolitische Maßnahmen am unteren Rand der Zinsskala zusammengedrückt werden. Im Fall von Portugal lässt sich das erhöhte Zinsniveau möglicherweise damit erklären, dass Investoren Vorbehalte gegenüber der linken Minderheitsregierung hegen, die zuletzt einige Reformen zurückgedreht hat, obwohl das sinkende Budgetdefizit, die positive Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts und die rückläufige Arbeitslosigkeit insgesamt eigentlich auf eine Verbesserung der makroökonomischen Lage des Landes schließen lassen.

Der moderate Produktionsanstieg der jüngeren Vergangenheit ist überproportional im Dienstleistungsbereich entstanden. In den vergangenen vier Quartalen wurde der Zuwachs der Bruttowertschöpfung überproportional im privaten Dienstleistungssektor erbracht, insbesondere im Handel, Verkehr und der Gastwirtschaft, im Informations- und Kommunikationsbereich sowie bei Unternehmensdienstleistern (Abbildung 3). Auch der Bausektor trug nach mehreren Jahren massiver Rückgänge nun wieder überproportional zum Anstieg der

Abbildung 3:
Entwicklung der Wirtschaftsbereiche im Euroraum, Vorjahresrate



Quartalsdaten; Veränderung der Bruttowertschöpfung gegenüber dem Vorjahresquartal. In Klammern: Wertschöpfungsanteil des Sektors im Jahr 2016.

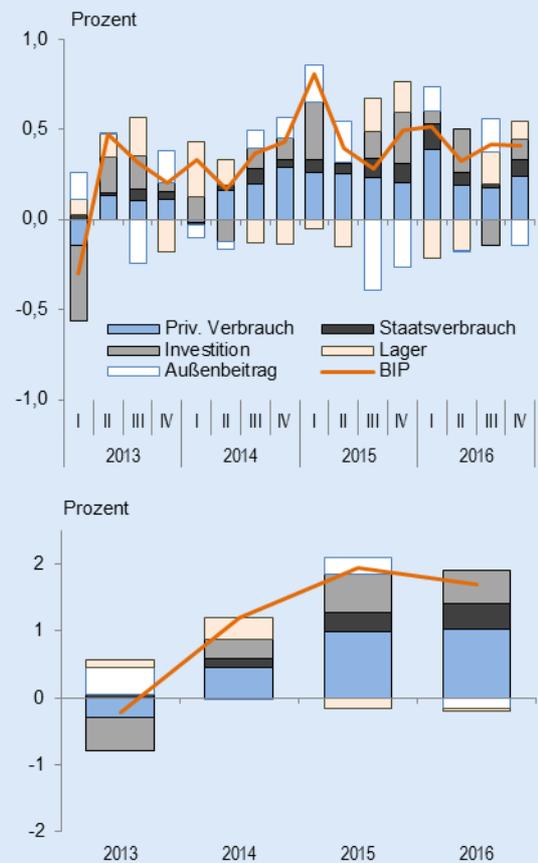
Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen.

Bruttowertschöpfung bei. Weniger stark war der Zuwachs dagegen in der Finanz- und Versicherungswirtschaft, im Grundstücks- und Wohnungswesen und bei öffentlichen Dienstleistern, während es im Agrarbereich sogar deutliche Rückgänge gab.

Verwendungsseitig war die ökonomische Aktivität weiterhin auf die inländische Absorption gerichtet. Im vierten Quartal trugen vor allem der private Verbrauch und die Anlageinvestitionen zur Expansion des Bruttoinlandsprodukts bei, während der Außenhandel die Expansion rein rechnerisch dämpfte (Abbildung 4 oben). Ein ähnliches Bild ergibt sich, wenn der Blick auf die volkswirtschaftliche Verwendungsseite nicht nur ein einzelnes Quartal betrifft, sondern auf Jahresraten gerichtet ist (Abbildung 4 unten). So wurde der moderate Produktionsanstieg im Euroraum über die letzten drei Jahre überwiegend in inländische Verwendungen gelenkt. Insbesondere der private Verbrauch und die Bruttoanlageinvestitionen

legten zu, während der Außenhandel rein rechnerisch weitgehend neutral blieb bzw. die Expansion zeitweilig sogar leicht dämpfte.

Abbildung 4:
BIP-Expansionsbeiträge im Euroraum 2013–2016



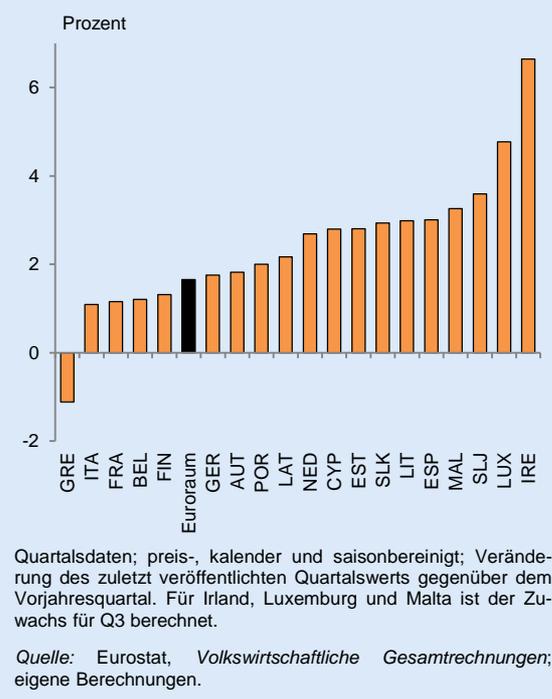
Quartalsdaten; preis-, kalender und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal (oben) bzw. gegenüber dem Vorjahr (unten)

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen

Zur Lage in den Mitgliedsländern

Das Expansionstempo blieb im Verlauf des vergangenen Jahres vielerorts verhalten, während es sich in den Niederlanden, Portugal und in Osteuropa zuletzt erhöhte. Sehr mäßig war die konjunkturelle Dynamik in Griechenland (Abbildung 5). Nach zwei Quartalen mit deutlicher Aufwärtstendenz erhielt die Hoffnung auf einen dauerhaften Aufschwung spä-

Abbildung 5:
BIP-Expansion über die letzten vier Quartale



testens mit der Veröffentlichung des vierten Quartalswerts einen empfindlichen Dämpfer, da die gesamtwirtschaftliche Produktion abermals deutlich um 1,2 Prozent zurückging. Ein erfolgreicher Abschluss des dritten Rettungsprogramms im Jahr 2018 ist angesichts enttäuschter Wachstumserwartungen und Verzögerungen im Reformprozess höchst ungewiss (Schrader et al. 2017). Die Expansionsraten in Frankreich, Italien, Belgien und Finnland blieben mit gut einem Prozent hinter dem Durchschnitt des Euroraums zurück, der sich über die letzten vier Quartale auf 1,7 Prozent belief. In ungefähr durchschnittlichem Tempo expandierten Deutschland und Österreich; und auch Portugal konnte nach stärkeren Zuwächsen im zweiten Halbjahr 2016 die hinteren Ränge verlassen (2 Prozent). In Spanien setzte sich die kräftige Erholung weiter fort, und auch die niederländische Wirtschaft wies zuletzt eine relativ hohe Dynamik auf. Besonders kräftig war der Produktionsanstieg einmal mehr in Irland.¹

¹ Die zuletzt sehr hohe Dynamik in den Zuwachsraten des irischen Bruttoinlandsprodukts hängt auch damit zusammen, dass multinationale – oft US-amerikanische – Unternehmen im großen Umfang Kapitalgüter nach Irland verlagert haben, um von der dortigen Steuergesetzgebung zu profitieren (Stolzen-

Frankreichs verhaltener Aufschwung blieb bislang hinter dem durchschnittlichen Expansionsstempo des Euroraums zurück – die Wirtschaftspolitik steht angesichts der bevorstehenden Präsidentschaftswahl vor zentralen Weichenstellungen. Über die vergangenen vier Quartale nahm die gesamtwirtschaftliche Produktion nur um 1,1 Prozent zu. Die Verwendung war dabei stark auf die inländische Absorption gerichtet, während der Außenbeitrag die Expansion rein rechnerisch um immerhin 0,9 Prozentpunkte dämpfte. Entstehungsseitig entwickelte sich der private Dienstleistungssektor vergleichsweise stark und auch der Bausektor legte wieder geringfügig zu, während die Bruttowertschöpfung im Produzierenden Gewerbe (ohne Bau) stagnierte und in der Landwirtschaft deutlich zurückging. Konjunkturelle Frühindikatoren wie der Markit-Einkaufsmanagerindex oder der Sentiment-Indikator der Europäischen Kommission (ESI) deuten für die erste Hälfte des laufenden Jahres auf eine beschleunigte Expansion des Bruttoinlandsprodukts hin. Allerdings besteht angesichts der im Frühjahr (April/Mai) anstehenden Präsidentschaftswahlen einige Unsicherheit hinsichtlich der künftigen Ausrichtung der Wirtschaftspolitik. Aussichtsreiche Kandidaten haben zum Teil diametral unterschiedliche Ansichten zur Europa- und Wirtschaftspolitik, so dass mit dem Ausgang der Wahl wichtige Weichenstellungen verbunden sind.

In Italien ist das befürchtete Chaos nach dem gescheiterten Verfassungsreferendum vom Dezember bislang ausgeblieben. Die Erholung in Italien setzte sich in der zweiten Jahreshälfte 2016 in mäßigem Tempo fort. Im Vorjahresvergleich betrug der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts 1,1 Prozent. Im Hinblick

burg 2016: [IfW-Box 2016.20](#)). Diese Art von Steuer-
vermeidungsaktivitäten dürften allerdings weit weniger attraktiv werden, sollten die derzeit diskutierten Pläne für eine „border adjustment tax“ in den USA umgesetzt werden (Gern et al. 2017: Kasten 1). Irische Exporte in die USA könnten dann mit hohen Steuern belegt werden, was die erzielbaren Einsparungen bei der niedrigen Besteuerung von Unternehmensgewinnen in Irland mehr als ausgleichen würde. Im Extremfall wäre es vorstellbar, dass die nach Irland verlagerten Kapitalgüter in der Folge wieder zurück in die steuerliche Zuständigkeit der USA verlagert werden und das irische Bruttoinlandsprodukt sprunghaft zurückgeht.

auf das gescheiterte Verfassungsreferendum Anfang Dezember und den Rücktritt des bisherigen Ministerpräsidenten Renzi blieben befürchtete Turbulenzen allerdings überwiegend aus – die Regierungsparteien konnten zeitnah einen neuen Ministerpräsidenten ins Amt bringen, und die Wirtschaft expandierte auch im vierten Quartal verhalten mit 0,2 Prozent. Unsicher bleibt, ob die derzeitige Übergangsregierung bis zum Ende der Legislaturperiode im Frühjahr 2018 durchhält oder ob es vorgezogene Neuwahlen (z.B. im September dieses Jahres) geben wird. Nachdem sich der linke Flügel von der sozialdemokratischen Regierungspartei PD abgespalten hat, könnte die Euro-kritische Fünf-Sterne-Bewegung dabei erstmals zur stärksten Partei werden. Letztlich wird durch die zunehmende Fragmentierung des Parteienspektrums und durch die relative Stärke von EU-kritischen Parteien die Bildung einer handlungsfähigen, reformbereiten Regierung weiter erschwert, obwohl diese angesichts der wirtschaftlichen Probleme Italiens von entscheidender Bedeutung wäre. Die Probleme im italienischen Bankensektor sind weiterhin nicht gelöst und die hohe öffentliche Schuldenquote von über 130 Prozent in Relation zur Wirtschaftsleistung bleibt eine permanente Bedrohung der Finanzstabilität, für Italien wie auch für den Euroraum. Bereitschaft und Fähigkeit zu ehrgeizigen Strukturreformen sind zur Überwindung der langjährigen Wachstumsschwäche unumgänglich (Gern und Stolzenburg 2016).

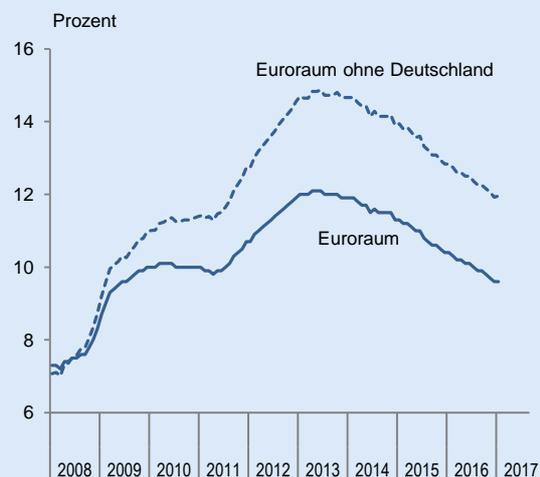
Die kräftige Erholung in Spanien wird vom Tourismus und von einer sehr expansiven fiskalischen Ausrichtung unterstützt. Nach einer länger andauernden politischen Pattsituation ohne erfolgreiche Regierungsbildung konnte im Oktober 2016 letztlich doch eine Minderheitsregierung unter dem bisherigen Ministerpräsidenten Rajoy im Amt bestätigt werden. Während der Phase ohne gewählte Regierung blieb die Konjunkturtendenz der spanischen Wirtschaft jedoch erkennbar aufwärts gerichtet. Im Verlauf der vergangenen vier Quartale lag die Expansion bei 3 Prozent und wurde insbesondere für privaten Konsum und private Investitionen verwendet. Entstehungsseitig konnte – wie auch bereits im Vorjahr – der starke Tourismus überproportional zur Steigerung der Bruttowertschöpfung beitragen, ebenso wie die

Unternehmensdienstleister und der Informations- und Kommunikationsbereich. Die konjunkturelle Expansion wurde nicht zuletzt auch von einer erkennbar expansiv ausgerichteten Finanzpolitik unterstützt; das strukturelle Defizit stieg von 1,8 Prozent im Jahr 2014 auf 3,8 Prozent im Jahr 2016 (nach Schätzungen der Europäischen Kommission) – die im Rahmen der Europäischen Union verabredeten Defizitziele im Staatshaushalt wurden entsprechend deutlich verfehlt und die nötige Konsolidierung abermals in die Zukunft verschoben.

Positive Entwicklung am Arbeitsmarkt

Die Lage auf den Arbeitsmärkten im Euroraum hat sich weiter verbessert. Seit Mitte 2013 ist die Arbeitslosigkeit im Euroraum rückläufig. Laut aktueller Arbeitsmarktdaten für Januar ist sie inzwischen auf 9,6 Prozent (ohne Deutschland: 12,0 Prozent) gefallen (Abbildung 6). Langfristig betrachtet ist die Arbeitslosigkeit insbesondere im übrigen Euroraum allerdings immer noch deutlich höher als vor der Weltfinanzkrise Anfang des Jahres 2008, als die Arbeitslosigkeit im Euroraum lediglich bei 7,3 Prozent lag (ohne Deutschland: 7,1 Prozent).

Abbildung 6:
Arbeitslosenquote 2008–2017



Monatsdaten, Saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, *Arbeitsmarktstatistik*; eigene Berechnungen.

Mit der prognostizierten weiteren wirtschaftlichen Erholung dürfte sich der rückläufige Trend bei den Arbeitslosenzahlen fortsetzen.

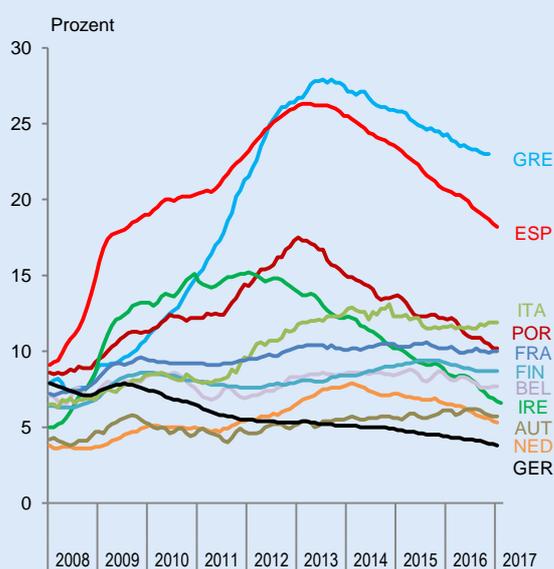
Besonders niedrig ist die Arbeitslosigkeit in europäischen Kernländern, auffällig starke Rückgänge gab es zuletzt in den Ländern der Peripherie sowie in Osteuropa.

In Deutschland werden weiterhin sehr niedrige Arbeitslosenzahlen verzeichnet; die Arbeitslosenquote lag im Januar bei nur noch 3,8 Prozent lag (Abbildung 7); auch in den Niederlanden lag die Quote bei nur 5,3 Prozent. Trotz vorsichtiger Arbeitsmarktreformen in den vergangenen beiden Jahren zeigt sich auf den Arbeitsmärkten Frankreichs und Italiens noch keine dauerhafte Verbesserung. In Frankreich wurde die Arbeitslosenquote im Januar mit 10 Prozent weiterhin zweistellig ausgewiesen, und in Italien hat die Arbeitslosenquote wieder leicht auf 11,9 Prozent zugelegt, nachdem sie zuvor bereits von 13,1 auf 11,5 Prozent zurückgegangen war. In den von der Euro-Schuldenkrise besonders betroffenen Ländern ist die Arbeitslosenquote von einem hohen Niveau inzwischen deutlich zurückgegangen: In Spanien ist sie von über 26 auf zuletzt 18,2 Prozent gesunken, in Irland von über 15 auf knapp 6,6

Prozent, in Portugal von 17 auf gut 10 Prozent. Selbst in Griechenland ging sie trotz der langanhaltenden Wirtschaftskrise von 28 auf 23 Prozent zurück. Spürbare Rückgänge der Arbeitslosigkeit gab es in den letzten Jahren außerdem in den Niederlanden, der Slowakei und den baltischen Staaten.

Die Lohndynamik im Euroraum ist weiterhin sehr gering. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer nahm im dritten Quartal 2016 (jüngere Zahlen liegen noch nicht vor) um 1,4 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal zu. Die Tarifverdienste, welche bereits bis zum vierten Quartal 2016 bekannt sind, stiegen ebenfalls um 1,4 Prozent. 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 vergangenen Jahren durchgeführt worden sind. Zum anderen sind sie eine Reaktion auf anhaltend niedrige Produktivitätszuwächse und Preissteigerungsraten. Mit dem zuletzt verzeichneten energiepreisbedingten Anstieg der Inflationsrate im Euroraum dürfte sich die Lohndynamik wieder etwas beschleunigen, insoweit wie die Arbeitnehmerseite in Tarifverhandlungen einen Ausgleich für den inflationsbedingten Kaufkraftentzug durchsetzen kann.

Abbildung 7: Arbeitslosigkeit 2008–2017



Monatsdaten, saisonbereinigt; Arbeitslosenquote (ILO-Definition).
Quelle: Eurostat, Arbeitskräftebefragung.

Straffung der Geldpolitik noch nicht in Sicht

Die Europäische Zentralbank wird vorerst ihren geldpolitischen Kurs weiterverfolgen. Die Zentralbankzinsen sind weiterhin niedrig. Seit März vergangenen Jahres liegen der Spitzenrefinanzierungssatz bei 0,25 Prozent und der Hauptrefinanzierungssatz bei 0,00 Prozent. Die Einlagefazilität wird mit -0,40 Prozent negativ verzinst. Wir gehen davon aus, dass die EZB bis zum Ende des Prognosezeitraums keine signifikanten Zinsschritte durchführen und somit das Niedrigzinsumfeld Bestand haben wird. Auch das unkonventionelle Kaufprogramm für Wertpapiere wird von der EZB fortgesetzt werden (Kasten 1). Bis Ende März will die EZB

Kasten 1:**Wirkung und Nebenwirkungen der Politik der Quantitativen Lockerung (QE)**

Das erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (EAPP) der EZB läuft seit nunmehr fast zwei Jahren und soll noch bis mindestens Ende dieses Jahres fortgesetzt werden. Mit einem solchen breit angelegten Kaufprogramm sind Vor- und Nachteile verbunden, die im Folgenden diskutiert werden. Der Zweck eines Programmes wie des EAPP ist es, Inflation und wirtschaftliche Expansion auch dann noch anzuregen, wenn die herkömmlichen Mittel der Geldpolitik an ihre Grenzen gestoßen sind. Dies ist insbesondere dann der Fall, wenn die kurzfristigen Zinsen an ihrer effektiven Untergrenze liegen und nicht weiter gesenkt werden können. Theoretisch gibt es eine Reihe von Kanälen, über die ein Kaufprogramm wirken kann. Zu den wichtigsten gehören der Signalling-, der Portfolio-Balance- und der Wechselkurskanal.

- Die Wirkung des *Signalling-Kanals* beruht darauf, dass Anleihekäufe der Zentralbank Glaubwürdigkeit verleihen, wenn sie verspricht, die kurzfristigen Zinsen über eine längere als übliche Zeit niedrig zu halten. Der Effekt entsteht dadurch, dass der Preis der von der Zentralbank gekauften Wertpapiere sinken würde, sobald die Zinsen steigen, und die Zentralbank somit Verluste hinnehmen müsste, wenn sie ihre Ankündigung nicht einhält.
- Der *Portfolio-Balance-Kanal* stützt sich auf die Annahme, dass bestimmte Vermögenswerte imperfekte Substitute füreinander sind. Durch den Ankauf gewisser Anleihen verändert die Zentralbank mithin die relative Preisstruktur und setzt für Marktteilnehmer den Anreiz, in andere Anlageklassen umzuschichten und somit schließlich die Investitionstätigkeit anzuregen.
- QE kann auch über den *Wechselkurs* wirken. Wenn niedrigere Zinsen im Inland oder Portfolioverschiebungen dazu führen, dass der Nettokapitalabfluss ins Ausland zunimmt, wird die heimische Währung abwerten. Dies könnte dann über eine Erhöhung der Nettoexporte die Expansion der inländischen Wirtschaft verstärken. Die heimische Inflationsrate würde dann ebenfalls unter Aufwärtsdruck geraten, weil zum einen die Kapazitätsauslastung steigen würde und zum anderen Importe wechselkursbedingt teurer würden (Gern et al. 2015).

Empirisch betrachtet scheint QE zumindest einen Einfluss auf Finanzmarktvariablen zu haben: Die Preise von Anleihen steigen und die langfristigen Zinsen sinken im Zuge von Kaufprogrammen (Fiedler et al. 2016b). Strikte Wallace-Neutralität, der zufolge ein Tausch von Zentralbankgeld gegen Staatsanleihen keine Auswirkungen haben sollte, scheint somit nicht gegeben zu sein. Die Wirkung auf andere Variablen wie Bruttoinlandsprodukt und Inflation ist weniger eindeutig. Während QE in der akuten Phase einer Krise einen positiven Einfluss auf diese Variablen zu haben scheint, ist es in der darauf folgenden Zeit wohl weniger effektiv (Fiedler et al. 2016b).

Gleichzeitig ist mit QE eine Reihe von *Nebenwirkungen* verbunden. Da einer der Wirkungskanäle der Anreiz zur Portfolioumschichtung in risikoreichere Anlageklassen ist, ist die erhöhte Gefahr zukünftiger Krisen inhärent mit der Durchführung eines entsprechenden Programms verbunden. Außerdem kann QE dazu führen, dass notwendige Anpassungen im Finanzsektor und politische Reformen verschleppt werden, da eine längere Niedrigzinsphase Kreditausfälle hinauszögern und öffentliche Haushalte vorübergehend entlasten kann (Gern et al. 2015). Ein weiteres Problem, welches sich direkt aus einem der postulierten Wirkungskanäle ergibt, ist der Umstand, dass das Zinsrisiko, welches die Zentralbank mit ihren Anleihekäufen eingeht, dazu führt, dass sie die Zinsen für einen längeren Zeitraum, als sie dies andernfalls täte, niedrig halten wird. Die hiermit verbundenen Kosten wären umso höher, je schneller der eigentlich angemessene Zins in der Zukunft wieder ansteigt. Speziell im Euroraum kommt noch das Risiko eines Staatsbankrotts hinzu. Zwar ist die Verlustabsorptionskapazität des Eurosystems wohl hoch genug, um selbst den Totalausfall eines Mitgliedslandes zu überstehen, da insbesondere der Gegenwartswert der erwarteten Seignorageeinnahmen einen bedeutenden Vermögensgegenstand darstellt. Allerdings gilt auch hier, dass eine Vermögensposition nur einmalig zur Abdeckung von Verlusten herangezogen werden kann und dann auf alle Zeit verloren wäre (Boysen-Hogrefe et al. 2015).

Die Gefahr von Fehlallokationen nimmt mit zunehmender Dauer von QE zu (Fiedler et al. 2017); je länger Zinssätze von ihrem Marktniveau entfernt sind, umso stärker werden sich Produktionsstrukturen an ihnen ausrichten. Zu niedrige Zinsen führen tendenziell dazu, dass Projekte mit einer zu langen Kapitalbindung aufgelegt werden, die im Falle eines zukünftigen Zinsanstiegs nicht mehr finanzierbar wären und somit zu Kreditausfällen führen. Ein weiteres Verlustrisiko entsteht durch die von den Banken betriebene Fristentransformation. Insofern die Banken zu viele langfristige Kredite mit zu niedrigen Zinsen vergeben, werden sie in Gefahr geraten, sobald die kurzfristigen Zinsen, zu denen sie sich refinanzieren müssen, in Zukunft wieder ansteigen. Im Euroraum steigt die Laufzeit neu vergebener Kredite seit mehreren Jahren deutlich an.

Insgesamt scheint QE also besonders in einer akuten Krisenphase wirksam zu sein und danach an Einfluss auf Bruttoinlandsprodukt und Inflation zu verlieren. Demgegenüber nimmt das Ausmaß der Risiken und Nebenwirkungen mit zunehmender Dauer eines entsprechenden Programms zu. Dies würde bedeuten, dass Wertpapierkäufe in außergewöhnlichen Fällen, in denen andere Instrumente der Geldpolitik an ihre Grenzen stoßen, zwar gerechtfertigt wären, sie aber nicht über einen längeren Zeitraum aufrecht erhalten werden sollten.

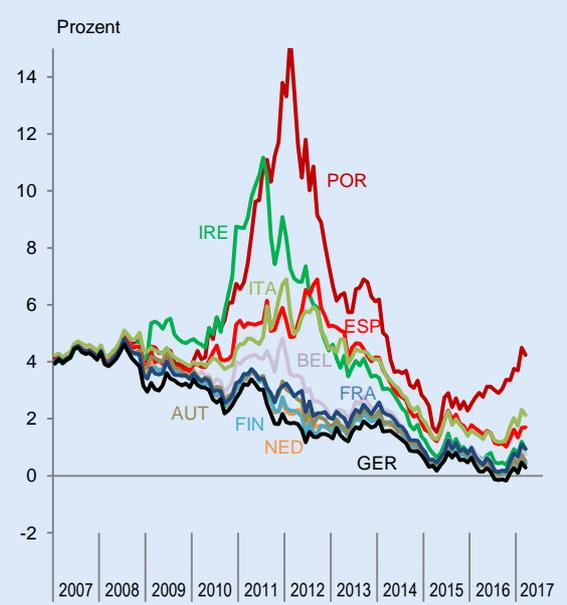
monatlich Käufe im Wert von 80 Mrd. Euro durchführen. Für den Rest des laufenden Jahres sind monatliche Kaufvolumina von 60 Mrd. Euro angesetzt. Sollte sich der erwartete Inflationsspfad bis dahin nicht nachhaltig in Richtung des Zentralbankziels verschoben haben, ist eine weitere Verlängerung des Programms angedacht.

Mit den Anleihekäufen ging ein Anstieg der Target2-Salden auf ein neues Allzeithoch einher. Dies dürfte zum einen auf die weiterhin unterschiedliche Risikoeinschätzung für die Finanzsysteme der einzelnen Euroländer zurückzuführen sein: insofern die Akteure, die ihre Papiere an das Eurosystem verkaufen, erwarten, dass das im Gegenzug erhaltenen Zentralbankgeld in den Kernländern sicherer aufgehoben ist, werden sie ihre Einlagen in die sichereren Länder verlagern, sofern die Differenzen zwischen den Geldmarktsätzen zu gering sind, um die Risikounterschiede auszugleichen. Zweitens sind die Verkäufer der aufgekauften Anleihen nicht gleichmäßig auf die Mitgliedsländer verteilt, sondern sind offenbar überproportional über die Bundesbank mit dem Eurosystem verbunden, so dass die ihnen zufließende Liquidität den deutschen Target-Saldo erhöht. Drittens dürfte die derzeit übermäßige Liquiditätsversorgung den Abbau der Target-Positionen nicht begünstigen, denn eine Verlagerung von überschüssiger Liquidität per Interbankenkredit aus Überschussländern in die Bankensysteme der Länder mit Target-Defiziten ist angesichts der Liquiditätsflut nicht nötig (Kasten 2).

Die Kredit- und Wertpapiermarktzinsen im Euro-Währungsgebiet bleiben bei leicht höherer Risikodifferenzierung und einer etwas steileren Zinsstrukturkurve insgesamt niedrig. Zwar nahmen die Zinsen auf längerfristige Staatsanleihen im Vergleich zu den im Sommer letzten Jahres verzeichneten Tiefstständen wieder etwas zu, allerdings sind sie im längerfristigen Vergleich weiterhin sehr gering (Abbil-

dung 8). Die Zinsen zehnjähriger Anleihen der meisten Euroländer lagen im Februar unter einem Prozent. Ein Grund für die gestiegenen Zinsen dürfte die zuletzt wieder etwas höhere Inflationsdynamik sein. Allerdings nahm auch die Spreizung zwischen den Zinsen der als besonders sicher geltenden Bundesanleihen und der einiger anderer Staatsanleihen wieder zu. Besonders augenfällig war dies bei den italienischen, deren Zinsen zuletzt über 2,1 Prozent lagen und damit die deutschen um 180 Basispunkte übertrafen. Vor einem halben Jahr hatte der Abstand nur 130 Basispunkte betragen. Dieser Anstieg dürfte auch auf die weiterhin schwelenden Risiken im italienischen Finanzsektor sowie die unsichere politische Zukunft des Landes zurückzuführen sein. Zuletzt wurde die Zinsstrukturkurve im Euroraum wieder etwas steiler. Im Februar warfen zehnjährige Anleihen etwa 160 Basispunkte mehr ab

Abbildung 8:
Zinsen auf Staatsanleihen 2007–2017



Tagesdaten; Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit.
Quelle: Thomson Reuters Datastream.

Kasten 2:

Neues Allzeithoch bei Target-Salden

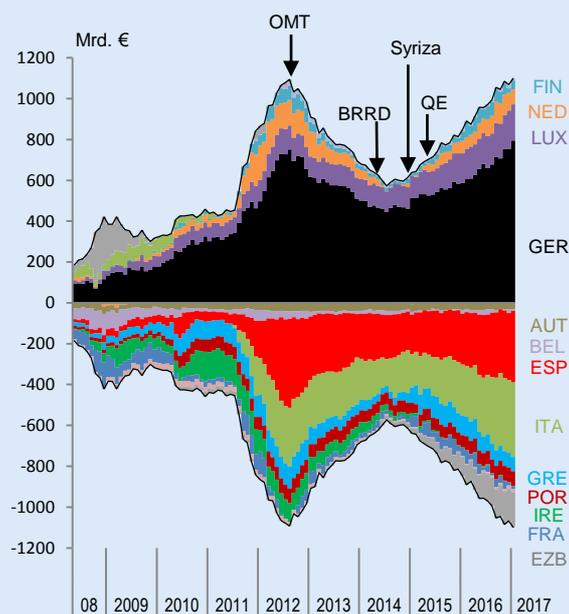
Die Summe aller Forderungen im europäischen Verrechnungssystem „Target 2“ hat im Januar 2017 ein neues Allzeithoch erreicht (Abbildung K2-1). Mit über 1100 Mrd. Euro lag die Summe der Target-Überschüsse, die der Summe aller Target-Defizite entspricht, erstmals über dem Höchstwert aus dem Jahr 2012. Auch die Forderung der deutschen Bundesbank an das Eurosystem lag im Februar mit 814 Mrd. € deutlich über dem Höchstwert aus dem Jahre 2012 (ca. 750 Mrd. €).

Im Jahr 2012 stiegen die Risikoaufschläge auf die Anleihezinsen diverser Länder des Euroraums sprunghaft an (Abbildung 8). In diesen Zinsaufschlägen wird das wahrgenommene Risiko eines bevorstehenden Staatsbankrotts sichtbar, die zu einem möglichen Auseinanderbrechen des Euroraums hätten führen können. Diese zunehmende Sorge führte zu einer Liquiditätsflucht aus den peripheren GIIPS-Staaten in die vermeintlich sichereren Bankensysteme Kerneuropas (Kooths und van Roye 2012). Die Ankündigung des OMT-Programms durch die Europäische Zentralbank im Juli 2012 konnte letztlich maßgeblich zur Beruhigung der Lage beitragen, da Investoren im Anschluss das Risiko eines unmittelbar bevorstehenden Zusammenbruchs des Euroraums deutlich geringer bewerteten. Die vorherige Kapitalflucht konnte dadurch gebremst und zunächst umgekehrt werden, wie auch in den deutlich zurückgehenden Target-Ungleichgewichten sichtbar wird. Die Summe aller Target-Überschüsse (und Defizite) ging zwischenzeitlich auf die Hälfte zurück, also auf etwa 600 Mrd. Euro.

Seit Mitte des Jahres 2014 stiegen die Target-Salden jedoch wieder spürbar an. Im Frühjahr 2016 haben wir drei mögliche Ursachen für diese Entwicklung identifiziert und benannt, die in zeitlicher Nähe zum Wendepunkt bei den Target-Ungleichgewichten standen: Die Banken-Abwicklungsrichtlinie BRRD, die Griechenlandkrise des Jahres 2015, und das Anleihekaufprogramm der Europäischen Zentralbank (Boysen-Hogrefe et al.: [IfW-Box 2016.5](#)). Gegen die BRRD-Richtlinie als Hauptauslöser der inzwischen angehäuften Target-Salden spricht, dass die Richtlinie zwar im Frühjahr 2014 beschlossen, aber erst zum Januar 2016 gesetzlich wirksam wurde. Auch die Griechenlandkrise ist wohl nur eine Erklärung für einen zeitlich begrenzten Anstieg des griechischen Defizits zwischen dem sich abzeichnenden Wahlsieg der Syriza-Partei und der Einführung der Kapitalverkehrskontrollen. Inzwischen ist das griechische Target-Defizit wieder von über 100 auf gut 70 Mrd. € zurückgegangen.

Die derzeit gängige Erklärung für den neuerlichen Anstieg der Target-Salden liegt im Anleihekaufprogramm der Europäischen Zentralbank. Die Anleihekäufe werden zu 80 Prozent von den nationalen Zentralbanken durchgeführt, die lediglich Anleihen ihres eigenen Landes erwerben, und zu 20 Prozent von der EZB durchgeführt, die Anleihen im Verhältnis des Kapitalschlüssels der EZB erwirbt.^a Nun kaufen die nationalen Zentralbanken die Anleihen jedoch nicht zwangsläufig von Gegenparteien auf, die im selben nationalen Bankensystem angegliedert sind. Kauft beispielsweise die italienische Notenbank eine Anleihe von einer Gegenpartei, die bei der deutschen Bundesbank ein Konto unterhält, so fließt Zentralbankgeld ins deutsche Bankensystem und der deutsche Target-Überschuss schwillt ebenso an wie das italienische Defizit. Auch die EZB kauft ihre Anleihen im Allgemeinen nicht von gleichmäßig verteilten Gegenparteien (gemäß EZB-Kapitalschlüssel), sondern sie kauft offenbar viele Anleihen von internationalen Banken, die bei der deutschen Bundesbank als Geschäftspartner registriert sind. Als Folge steigen die Target-Forderungen insbesondere der Bundesbank, genau wie spiegelbildlich die Defizite der EZB und einiger nationaler Zentralbanken. Denkbar ist allerdings auch, dass der Vorbesitzer der aufgekauften Anleihe das zugeflossene Geld lieber bei einer vermeintlich sichereren Bank in einem kerneuropäischen Land anlegt, womit die anschwellenden Target-Salden als Ausdruck einer weiterhin bestehenden finanziellen Fragmentierung des Euroraums gewertet werden könnten. Wahrscheinlich spielen beide Aspekte eine Rolle.

Abbildung K2-1:
TARGET-II Salden 2008–2017

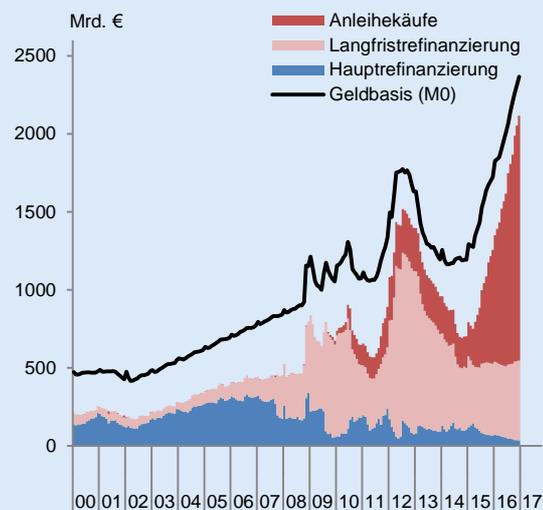


Monatsdaten; Nettoforderungen gegenüber dem Eurosystem.

Quelle: ECB Statistical Data Warehouse, *Monetary Statistics*, TARGET balances.

Ein weiterer entscheidender Punkt ist jedoch, dass es derzeit durch eine übermäßige Bereitstellung von Zentralbankgeld kaum möglich ist, dass Target-Ungleichgewichte über Interbankenkredite abgebaut werden. Die europäischen Bankensysteme werden derzeit durch die Anleihekäufe mit Zentralbankliquidität geflutet (Abbildung K2-2). Bis zur Weltfinanzkrise wurde zusätzliche Liquidität von der EZB insbesondere über Hauptrefinanzierungsgeschäfte (z.B. Repos) in Umlauf gebracht. Zusätzlich gab es einen Grundbestand an Liquidität im Bankensystem, dem in der Zentralbankbilanz reichlich Gold und Devisen gegenüberstehen (Differenz zwischen den Säulen und der Geldbasis). Die Spitzenrefinanzierungsfazilität spielt vorher wie nachher eine deutlich untergeordnete Rolle. Im Laufe der Krise haben die Hauptrefinanzierungsgeschäfte erheblich an Bedeutung verloren, denn auf diesem Wege kamen im Januar 2017 nur 1,4% der gesamten Geldbasis in Umlauf (34 Mrd. €) – vor der Krise war es fast die Hälfte. Dagegen haben die langfristigen Refinanzierungsgeschäfte (z.B. aktuell das TLTRO2-Programm) mit 22,2 Prozent der Geldbasis im Januar 2017 (550 Mrd. €) deutlich an Bedeutung gewonnen, genau wie die Anleihekäufe, durch die mehr als zwei Drittel der aktuellen Geldbasis in Umlauf gebracht wurden (1 671 Mrd. €).

Abbildung K2-2:
Liquiditätsbereitstellung 2000–2017



Monatsdaten.

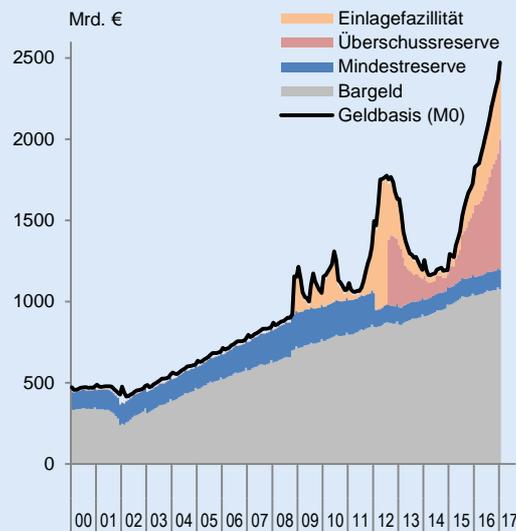
Quelle: ECB Statistical Data Warehouse, *Monetary Policy Statistics*.

Durch die massive Liquiditätsflut besteht derzeit kaum Bedarf, überschüssige Liquidität aus einem Teil des Währungsraums z.B. per kurzfristigen Interbankenkredit in einen anderen Teil zu verlagern. Dies zeigt sich beispielsweise auch darin, dass die Geldbasis im Euroraum seit dem Start des quantitativen Lockerungsprogramms massiv angestiegen ist und fast die Hälfte dieser Zentralbankliquidität offenbar ungenutzt bleibt – sie wird entweder als Überschussreserve oder in der Einlagefazilität geparkt, die gleichermaßen mit dem Einlagenzins von derzeit minus 0,4 Prozent „vergütet“ werden.

Der umlaufende Bargeldbestand als Teil der Geldbasis (Abbildung K2-3) ist im Zeitverlauf zwar deutlich auf zuletzt 1 100 Mrd. € gestiegen, folgt damit aber einem längerfristigen Trend, denn seit dem Jahr 2000 hat sich der Bargeldumlauf relativ zum nominalen jährlichen Bruttoinlandsprodukt sukzessive in etwa von 5 auf 10 Prozent verdoppelt. Die Mindestreservepflicht wurde im Zuge der Krise halbiert (von 2 auf 1 Prozent). Die Summe aus Einlagefazilität und Überschussreserve lag im Februar 2017 bei 1 200 Mrd. Euro und entspricht damit fast der Hälfte der Geldbasis, mit steigender Tendenz (Abbildung K2.4). Diese überschüssige Liquidität im Bankensystem liegt praktisch brach und wird ökonomisch nicht genutzt, bestenfalls zur Absicherung der Liquiditätsposition („Angstkasse“).^b

In einem normalen geldpolitischen Umfeld ohne übermäßige Liquiditätsversorgung wäre zu erwarten, dass überschüssige Liquidität von einem Ort des Bankensystems über einen funktionierenden Interbankenmarkt dorthin gelangt, wo die Liquidität fehlt und tatsächlich gebraucht wird. Ein ökonomischer Anreiz für einen solchen Interbankenkredit zwischen zwei Banken ist grundsätzlich gegeben, denn das Halten überschüssiger Liquidität wird geringer verzinst (Einlagenzins: derzeit minus 0,4 Prozent) als das Beschaffen neuer Liquidität bei der EZB (Hauptrefinanzierungssatz: derzeit 0 Prozent). Erst im Fall einer Normalisierung des geldpolitischen Umfelds und einer damit verbundenen Reduktion der überschüssigen Liquidität wird sich zeigen, ob und inwieweit immer noch eine problematische Fragmentierung des europäischen Finanzsystems besteht (Fiedler et al. 2016a). Falls der Interbankenmarkt die Liquidität grenzüberschreitend dorthin umverteilt, wo es gebraucht wird, sollten die Target-Salden nach und nach abgebaut werden. Wenn die Banken aus kerneuropäischen Ländern das Risiko allerdings als zu hoch einschätzen, um grenzüberschreitende Kredite in die Länder der Peripherie zu vergeben, dann werden die Target-Salden nicht abgebaut. Sofern zusätzliche Liquidität aus den risikoreichen Bankensystemen abfließt, und kein ausreichender Interbankenkredit zur Verfügung steht, müsste die abgeflossene Liquidität wiederum durch die EZB im Rahmen der Hauptrefinanzierung ersetzt werden, so dass die Target-Salden weiter zunehmen würden.

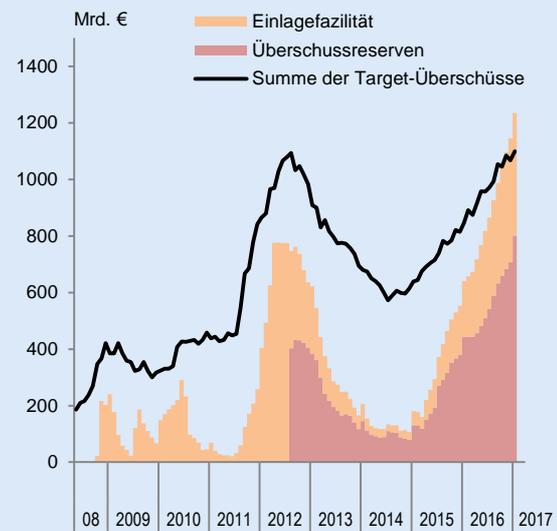
Abbildung K2-3:
Zusammensetzung Geldbasis



Monatsdaten.

Quelle: ECB Statistical Data Warehouse, *Monetary Policy Statistics*.

Abbildung K2-4:
Target-Salden und überschüssige Liquidität



Monatsdaten.

Quelle: ECB Statistical Data Warehouse, *Monetary Statistics, TARGET balances*; eigene Berechnungen.

Derzeit fehlt ein Mechanismus, der die Target-Salden automatisch zurückführt. Es besteht sogar das Risiko einer weiteren Zunahme, wenn der europäische Finanzmarkt fragmentiert bleibt und die zukünftigen Liquiditätsströme im Euroraum eine solche Entwicklung begünstigen. Bei dem Target-Verrechnungssystem handelt es sich letztlich um ein Element der Gemeinschaftshaftung, denn bei einem möglichen Zusammenbruch des Euro oder dem Austritt eines Landes ist ungewiss, ob die Forderungen aus dem Target-System einbringlich sind. Das Eurosystem kann derzeit praktisch ohne erkennbare Grenze und ohne hinterlegte Sicherheiten sehr niedrig verzinsten Kredite an ein Land vergeben, wenn das Land seine Zahlungsbilanz über den privaten Finanzmarkt nicht mehr ausgleichen kann. Im Fall einer drohenden Zahlungsbilanzkrise („sudden stop“) kann dieser Mechanismus eine kurzfristig abfedernde, stabilisierende Wirkung entfalten. Die kurzfristige Kreditvergabe als stabilisierendes Element sollte allerdings kein Dauerzustand sein. Um Anreize zur Rückführung der Target-Salden herzustellen, könnte das Target-System nach dem Vorbild des Federal Reserve Systems (ISA-Zahlungssystem) reformiert werden, wo aufgelaufene Defizite eines Distrikts regelmäßig und zwangsweise in Teilen getilgt werden müssen, indem hochwertigen Finanzaktiva zwischen den Distrikten überschrieben werden (Sinn und Wollmershäuser 2012). Auf diese Weise könnte das reformierte Target-System bei Zahlungsbilanzkrisen weiterhin eine Stabilisierungsfunktion übernehmen, Target-Salden würden aber in regelmäßigen Abständen teilweise getilgt und mittelfristig zurückgeführt werden.

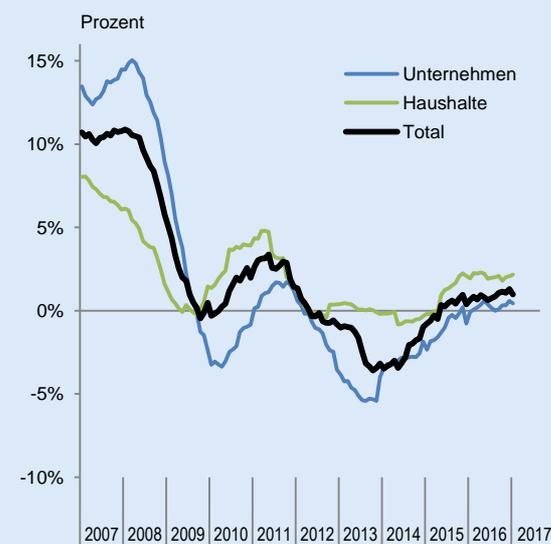
^aDie eigenen Anleihekäufe der EZB, welche neben den 19 nationalen Zentralbanken ebenfalls Teil des Eurosystems ist, erklären das wachsende Defizit der EZB im Target-System (Abbildung K2-1, graue Balken). Im Januar 2017 lag dieses bei 171 Mrd. € und ist damit die drittgrößte Target-Verbindlichkeit gegenüber dem Eurosystem nach den Defiziten Italiens und Spaniens. Seit März 2015 steigt das EZB-Defizit durchschnittlich um etwa 6 Mrd. € pro Monat, was dazu passt, dass die EZB nur einen kleinen Teil der gesamten Anleihekäufe selbst übernimmt, während nationale Zentralbanken den Löwenanteil der Anleihekäufe abdecken und dabei ausschließlich Anleihen ihrer Heimatländer erwerben. — ^bGäbe es hinreichende Nachfrage nach Krediten durch Schuldner mit guter Bonität, könnte auf Basis dieser überschüssigen Zentralbankliquidität eine massive Ausweitung der Kreditvergabe stattfinden.

als einjährige. Im gleichen Monat des Vorjahres waren es nur 1,1 Prozent gewesen. Dies ist ein weiterer Hinweis darauf, dass sich die Erwartungen bezüglich des zukünftigen nominalen Wachstums im Euroraum erhöht haben. Der private Sektor profitiert von einer weiteren Verbilligung bei Neukrediten. Die Cost-of-Borrowing-Indikatoren, welche von der EZB als Zu-

sammenfassung der Zinskonditionen in verschiedenen Marktsegmenten veröffentlicht werden, zeigten im Januar sowohl bei Wohnkrediten an private Haushalte als auch bei Darlehen an nicht-finanzielle Unternehmen eine Verzinsung von nur noch 1,8 Prozent an. Ein Jahr zuvor waren noch 2,2 bzw. 2,1 Prozent fällig gewesen.

Die Kreditsumme des nicht-finanziellen Sektors stieg zuletzt verhalten an. Nachdem die Entschuldungsphase im Euroraum insgesamt seit dem Jahr 2015 überwunden worden war, nahm das Gesamtkreditvolumen zuletzt gemächlich zu (Abbildung 9). Im Januar lag die Summe der Kredite an nicht-finanzielle Unternehmen nur 0,4 Prozent über ihrem Wert ein Jahr zuvor. Die privaten Haushalte dagegen verzeichneten mit einem Anstieg von 2,2 Prozent zuletzt ein nominales Kreditwachstum, welches die Inflation im Euroraum übertraf. Eine Aufschlüsselung der Kreditvergabe nach Ländern zeigt allerdings, dass die von der Euro-Schuldenkrise am stärksten betroffenen Länder weiterhin rückläufige Kreditsummen aufweisen und die Entschuldungsphase hier trotz der teilweise kräftigen realwirtschaftlichen Dynamik offenbar noch nicht abgeschlossen ist (Abbildung 10). Anderswo expandierte die Kreditsumme wieder kräftig, insbesondere in osteuropäischen Mitgliedsländern.

Abbildung 9:
Bankkredite an private Nichtbanken 2007–2017

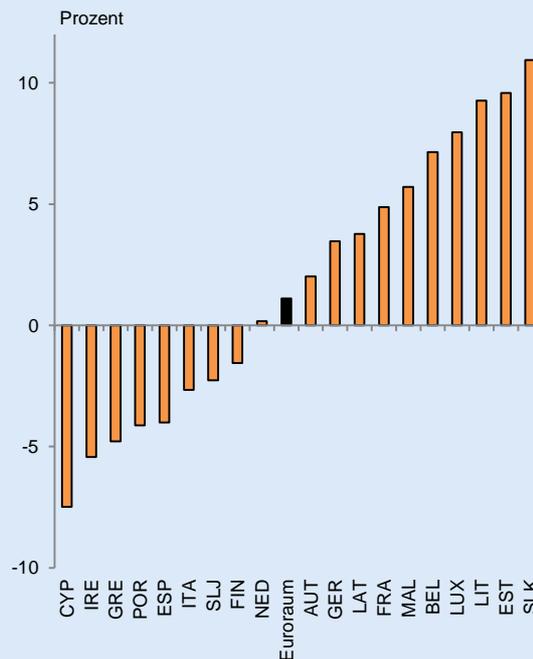


Monatsdaten; Veränderung gegenüber dem Vorjahresmonat.

Quelle: Europäische Zentralbank, MFI Bilanzpositionen (BSI).

Der Druck auf den Repo-Markt nimmt zu. Am letzten Handelstag des vergangenen Jahres fielen die Zinsen für Repo-Geschäfte auf europäische Staatsanleihen weit in den negativen Bereich (Abbildung 11). Im Durchschnitt wurde

Abbildung 10:
Kreditvergabe an den Privatsektor (außer Banken) in Mitgliedsländern des Euroraums



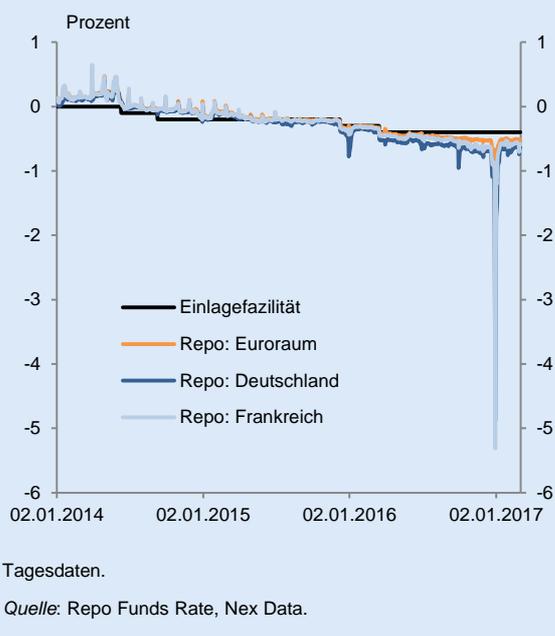
Monatsdaten; Veränderung des Kreditvolumens im Januar 2017 gegenüber dem Vorjahresmonat.

Quelle: Europäische Zentralbank, MFI Bilanzpositionen (BSI).

Geld für -1,8 Prozent besichert verliehen. Die Anleihen einiger Länder wiesen sogar einen noch deutlich höheren Wert als Sicherheit auf: so fielen die Zinsen für Repo-Geschäfte auf deutsche und französische Papiere auf -4,9 und -5,3 Prozent. Dieser historisch einzigartige Ausschlag hatte zwar nur für einen Handelstag Bestand, allerdings liegen die Repo-Zinsen schon seit geraumer Zeit teilweise deutlich unter dem Einlagezins der EZB. Zu diesen Verspannungen tragen wohl eine Reihe von Faktoren bei. Zum einen reduziert das Anleihekaufprogramm der EZB die Anzahl der im Umlauf befindlichen Wertpapiere, die als Sicherheit dienen können. Zum anderen dürften aber auch Veränderungen bei der Finanzmarktregulierung, die seit der Krise nach und nach in Kraft treten, eine Rolle spielen. So dürften die von Basel III forcierten Liquidity Coverage, Net Stable Funding, und Leverage Ratios die Nachfrage nach Staatspapieren insbesondere zu den Stichtagen am Ende einer Berichtsperiode² erhöht haben

² Hierfür spricht auch, dass die Preise der Anleihen am 30.12. viel weniger ausschlugen als die Repo-

Abbildung 11:
Repo-Zinsen im Euroraum 2014–2017



(Mersch 2017). Darüber hinaus besteht inzwischen für eine große Masse an Derivategeschäften die Verpflichtung, diese über zentrale Gegenparteien abzuwickeln. Da diese die ihnen übergebenen Barsicherheiten aber aus risikotechnischen Gründen nicht als Einlagen bei Geschäftsbanken halten wollen und es ihnen normalerweise auch nicht möglich ist, sie in Form von Zentralbankeinlagen zu halten, treten sie als zusätzliche Nachfrager nach Sicherheiten höchster Güte auf. Schließlich hat sich auch am Interbankenmarkt seit der Krise eine Verschiebung weg von unbesicherten hin zu besicherten Krediten ereignet. Als Reaktion auf die Knappheit von Kollateral hatte die EZB am 8. Dezember beschlossen, bei der Verleihung von Wertpapieren aus ihrem Bestand bis zu einer Höhe von insgesamt 50 Mrd. Euro auch Zentralbankgeld als Sicherheit zu akzeptieren³.

Zinsen. Die Marktteilnehmer rechneten also offenbar damit, dass diese Extremsituation vorübergehender Natur sein würde.

³ Freilich konterkariert die nicht-sterilisierte Rücknahme von Zentralbankgeld die expansive Geldpolitik der EZB, was gegen eine deutliche Ausweitung dieser Maßnahme spricht. Es ist auch zu bedenken, dass sich die Banken wohl vor allem die Papiere ausgewählter Emittenten ausleihen werden. Somit wäre nicht mehr gewährleistet, dass das Kaufprogramm der EZB zu einer Bilanzverlängerung führt,

Allerdings sind wohl noch weitere geldpolitische oder regulatorische Veränderungen nötig, um die Märkte in Zukunft wieder zu entspannen.

Der Außenwert des Euro nahm im Vorjahresvergleich leicht ab. Im Februar lag der nominale effektive Wechselkurs etwa 2,2 Prozent unter seinem Vorjahreswert. Dabei kompensierten Aufwertungen gegenüber Währungen wie dem Pfund Sterling die Abwertung gegenüber dem Dollar. Zuletzt kaufte ein Euro noch 1,06 Dollar, während der Kurs ein Jahr zuvor noch bei 1,10 gestanden hatte. Zur relativen Stärke des Dollars dürften Erwartungen über eine allmähliche Straffung der Geldpolitik durch die Fed beitragen. Darüber hinaus könnte auch bereits ein Teil der Wechselkurseffekte einer möglichen Reform der Unternehmensbesteuerung in den USA eingepreist worden sein (Gern et al. 2017: Kasten 1).

Budgetdefizit sinkt

Die strukturelle Konsolidierung der öffentlichen Haushalte ist im Jahr 2016 zum Erliegen gekommen. Das Budgetdefizit ist merklich von 2,1 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt für das Jahr 2015 auf 1,7 Prozent zurückgegangen, was etwa zu gleichen Teilen auf den Wegfall von Einmaleffekten, wie Maßnahmen zur Bankenrettung in Griechenland und Portugal, sinkende Zinsausgaben und konjunkturelle Effekte zurückzuführen ist. Das strukturelle Budgetdefizit hat sich laut Berechnungen der Europäischen Kommission hingegen leicht erhöht, was vorwiegend auf die Entwicklung in Spanien zurückzuführen ist, wo trotz deutlicher konjunktureller Belebung das Budgetdefizit nur sehr schleppend sinkt. Nur in wenigen Ländern des Euroraums hat sich die Haushaltslage im vergangenen Jahr verschlechtert – als Ausnahmen sind Litauen und Österreich zu nennen, wobei die jeweiligen Niveaus vergleichsweise gering sind und Österreich im Jahr zuvor das Haushaltsdefizit kräftig zurückgefahren hatte. Zum Teil sind infolge wegfallender Einmaleffekte die Budgetdefizite merklich gesunken, so in Griechenland und Portugal. In Griechen-

die sich proportional aus den Schuldtiteln aller Mitgliedsländer zusammensetzt.

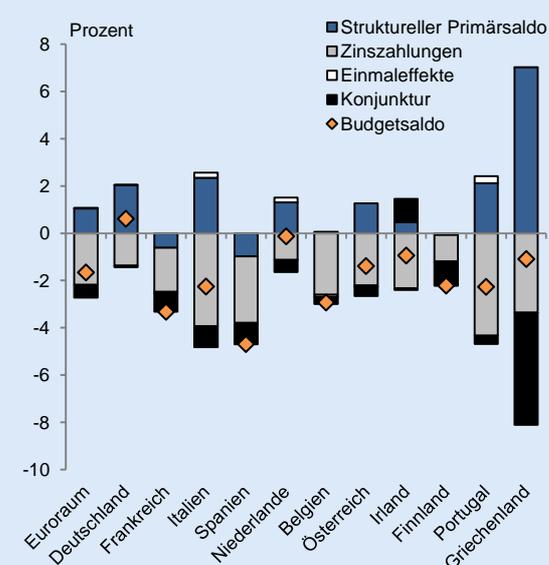
land haben sich zudem die Steuereinnahmen sehr positiv entwickelt, so dass ein Budgetdefizit von rund 1 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt und ein Primärüberschuss von 4 Prozent erreicht wurden. Die Europäische Kommission schätzt zugleich den strukturellen Primärüberschuss Griechenlands auf rund 7 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (Abbildung 12). Allerdings muss dabei die nicht unerhebliche Unsicherheit bezüglich der damit verbundenen Einschätzung der Produktionslücke betont werden. Unabhängig von der Einschätzung der Produktionslücke kann festgehalten werden, dass der griechische Staat zum ersten Mal seit Beitritt zur Währungsunion das Maastricht-Kriterium von 3 Prozent eingehalten hat. Frankreich und Spanien waren 2016 die einzigen Länder mit Budgetdefiziten jenseits der 3-Prozent-Marke.

immer noch ausgesprochen hohe – Defizit schmälern. Größere Konsolidierungsmaßnahmen sind derzeit in Belgien absehbar, wo Zuwächse der Ausgaben im Gesundheits- und Sozialbereich reduziert werden sollen. Mit einer expansiven Ausrichtung der Finanzpolitik ist hingegen in Italien zu rechnen. Angesichts weiter sinkender Zinsausgaben und der einsetzenden konjunkturellen Erholung wird das Budgetdefizit in etwas geringerem Umfang als von der Finanzpolitik angelegt steigen.

Insgesamt rechnen wir für dieses und das kommende Jahr mit einem Budgetdefizit für den gesamten Euroraum von jeweils 1,4 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, nach 1,7 Prozent im Vorjahr. Im Euroraum ohne Deutschland fällt das Budgetdefizit mit jeweils 2,2 Prozent im Vergleich zum Bruttoinlandsprodukt merklich höher aus, liegt aber seit dem vergangenen Jahr unter der 3-Prozent-Marke.

Für das Jahr 2018 dürften Effekte des weiterhin niedrigen Zinsniveaus und der anhaltenden konjunkturellen Erholung das Budgetdefizit konstant halten. Zwar besteht erhebliche Unsicherheit über die Ausrichtung der Finanzpolitik in Deutschland bzw. Frankreich, da diese vom jeweiligen Ausgang der diesjährigen Wahlen abhängt. Doch unter der Annahme, dass keine weiteren Maßnahmen beschlossen werden, wird die Finanzpolitik in Frankreich eher expansiv ausgerichtet sein, da die Finanzierung von Steuersenkungen, die 2018 zur Wirkung kommen, noch nicht spezifiziert wurden. Ähnlich ist die Situation in Italien. Bereits in Aussicht gestellte Steuersenkungen werden 2018 wohl zu zusätzlichen Mindereinnahmen führen, die noch nicht finanziert sind. Sollte Italien keine weiteren Maßnahmen ergreifen, wird sich der strukturelle Primärsaldo, der als Maß für die Ausrichtung der Finanzpolitik gelten kann und zugleich für die Bewertung der finanzpolitischen Stabilität dienlich ist, weiter merklich verringern. Die vermutlich erneut sinkende Zinslast und konjunkturelle Effekte führen dazu, dass sich der Budgetsaldo selbst kaum verändert. In der Summe der Länder des Euroraums dürfte das Budgetdefizit im Jahr 2018 bei 1,4 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt konstant bleiben (Tabelle 1). Im Euroraum ohne Deutschland wird er sich wohl weiterhin auf 2,2 Prozent belaufen.

Abbildung 12:
Budgetsalden in ausgewählten Ländern 2016



Jahresdaten; in Relation zum BIP.

Quelle: Europäische Kommission, AMECO; eigene Berechnungen.

Im laufenden Jahr dürften sowohl in Frankreich als auch in Spanien Konsolidierungsmaßnahmen nur zu einem moderaten Abbau des Defizits führen. So soll eine bereits im Jahr 2016 in Kraft getretene Unternehmenssteuerreform für Mehreinnahmen des spanischen Fiskus sorgen. In Spanien dürfte die weiterhin robuste Konjunktur zusätzlich das –

Tabelle 1:
Budgetsaldo des Staates im Euroraum 2015–2018

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

Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

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

In der Summe wird die Finanzpolitik im Euroraum leicht expansiv ausgerichtet sein.

Besonders deutlich dürfte dies im laufenden und im kommenden Jahr für Italien gelten. Die spanische Regierung hingegen wird wohl nach der kräftigen finanzpolitischen Expansion der Vorjahre einen in etwa neutralen Kurs verfolgen. Ähnliches gilt für die französische Regierung, wobei für das Jahr 2018 die Ausrichtung der Finanzpolitik nur schwerlich abzuschätzen ist. Der Ausgang der anstehenden Präsidentschaftswahlen dürfte hier erheblichen Einfluss haben.

Das stabile Budgetdefizit im Durchschnitt des Euroraums sollte nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Finanzpolitik den Konsolidierungskurs in einigen großen Ländern des Euroraums nur halbherzig verfolgt oder dieser gänzlich in Frage gestellt wird.

So wurden in Frankreich eher moderate Konsolidierungsschritte unternommen, denen jüngst expansive Maßnahmen gegenübergestellt wurden. Nimmt man die Zahlen der Winterprognose der EU-Kommission zur Hand, wird der strukturelle Primärsaldo Frankreichs vom Jahr 2013 bis zum Jahr 2018 mehr oder weniger auf der Stelle treten. Die spanische Regierung hat be-

reits im Jahr 2015 einen merklich expansiven Kurs eingeschlagen. Der strukturelle Primärüberschuss des Jahres 2014 von 1,7 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt ist innerhalb von zwei Jahren zu einem Defizit in Höhe von 1 Prozent geworden. Sofern keine größeren finanzpolitischen Maßnahmen hinzukommen, ist dieser Wert auch für das Jahr 2018 zu erwarten. Schließlich bemüht sich derzeit Italien darum, seinen finanzpolitischen Kurs – dem spanischen Vorbild folgend – vollends umzukehren. Der strukturelle Primärsaldo, der im Jahr 2013 noch bei 3,9 Prozent lag, wird entsprechend der Zahlen der Europäischen Kommission für das Jahr 2018 auf 1,3 Prozent sinken.

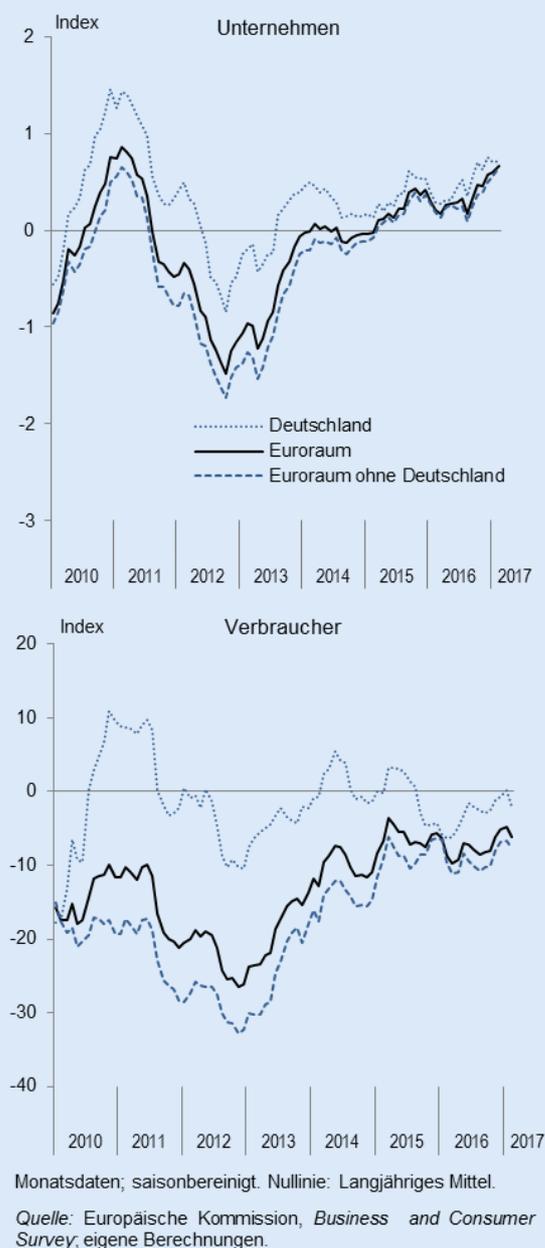
Ausblick: Erholung mit etwas mehr Schwung

Verschiedene Stimmungskennzeichen deuteten zuletzt auf eine beschleunigte Konjunkturtendenz hin.

Die Unternehmenszuversicht, gemessen am „Economic Sentiment Indicator“ (ESI) der Europäischen Kommission, hat sich seit dem Herbst erkennbar aufgehellt und deutet inzwischen auf eine Beschleunigung der bislang verzeichneten moderaten konjunkturellen Dynamik hin (Abbildung 13). Die Europäische Kommission (2017) hat allerdings jüngst darauf hingewiesen, dass es seit einigen Jahren eine Niveauverschiebung im Verhältnis von ESI-Indikatorwerten zur realwirtschaftlichen Aktivität gibt. Demnach werden gegebene Werte des Indikators nun in geringere Expansionsraten des Bruttoinlandsprodukts „übersetzt“ als zu früheren Zeiten. Der aktuelle Anstieg des ESI deutet dennoch auf eine beschleunigte Dynamik hin, und weitere Indikatoren für den Euroraum weisen in dieselbe Richtung. So hat sich der Markit-Einkaufsmanagerindex (PMI) seit Mitte des Jahres 2016 sukzessive von 53 auf 56 Punkte im Februar 2017 erhöht, und zwar über verschiedene Wirtschaftsbereiche hinweg. Der Euroframe-Indikator, in den neben den ESI-Stimmungskennzeichen unter anderem die Entwicklung des realen Euro-Dollar-Wechselkurses und eines europäischen Aktienindex einfließen, spricht derzeit ebenfalls für eine sehr robuste Konjunkt-

tur (Euroframe 2017). Auch der EuroCOIN-Indikator zur Zuversicht in der Industrie und der Sentix-Indikator zur Zuversicht von Finanzinvestoren zeigten zuletzt deutlich nach oben und erreichten Indexstände wie in den Jahren 2010 und 2011.

Abbildung 13:
Stimmungsindikatoren 2010–2017



In realwirtschaftlichen Daten ist die verbesserte Konjunkturlage allerdings noch nicht klar erkennbar. „Harte“ Indikatoren weisen bislang kaum auf eine spürbare Verbesserung der Konjunkturtendenz hin. Die volatile

Industrieproduktion deutete bis zum Jahresende bestenfalls auf eine leichte Beschleunigung hin, wobei im Dezember ein Rückgang verzeichnet wurde; die Bauproduktion blieb zuletzt weitgehend unverändert. Die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe erhöhte sich bis zum Januar zwar weiter, allerdings nicht in beschleunigtem Tempo. Die Kreditexpansion an private Nichtbanken blieb weitgehend unverändert und lag im Januar bei 1,1 Prozent (Vorjahresvergleich), wobei das Kreditvolumen an nichtfinanzielle Unternehmen mit 0,4 Prozent weiterhin nur minimal zulegte. Auch die Einzelhandelsumsätze legten über den Jahreswechsel eine Verschnaufpause ein und zeigen insgesamt keine beschleunigte Dynamik. Saisonbereinigte Zahlen für monatliche Fahrzeugneuzulassungen erhöhten sich weiter und sind dabei in einem Tempo gestiegen, das seit Einsetzen der moderaten wirtschaftlichen Erholung im Euroraum Anfang 2013 insgesamt weitgehend konstant blieb. Nicht zuletzt blieb die Expansion des Bruttoinlandsprodukts mit einer Rate von 0,4 Prozent im vierten Quartal 2016 hinter den Erwartungen zurück, da aufgrund der verbesserten Stimmungsindikatoren mit einer etwas höheren Zuwachsrate gerechnet worden war.

Zusammen genommen deuten die Frühindikatoren für das erste Quartal auf eine leicht beschleunigte Zunahme der Produktion im Euroraum hin; die Expansionsdynamik über den gesamten Prognosezeitraum der Jahre 2017 und 2018 wird aber wohl moderat bleiben. Angesichts der bislang fehlenden belastbaren Belege für eine nachhaltige Beschleunigung der Konjunktur und auch im Hinblick auf zahlreiche politische Risiken im Verlauf der kommenden zwei Jahre bleiben wir vorerst bei der Einschätzung, dass die moderate konjunkturelle Grundtendenz in etwa beibehalten wird. Zu den absehbaren Unwägbarkeiten zählen die bevorstehenden EU-Austrittsverhandlungen mit dem Vereinigten Königreich, die durch die Möglichkeit eines unkooperativen Austritts das Potenzial haben, einige Länder des Euroraums aufgrund von bestehenden Handelsverflechtungen empfindlich zu treffen. Zudem stehen wichtige Wahlentscheidungen in vier der fünf größten Länder des Euroraums an (Deutschland, Frankreich, Italien, Niederlande). Darüber

hinaus sind die Auswirkungen einer veränderten Handelspolitik der neuen US-Administration unter Präsident Trump derzeit kaum kalkulierbar.

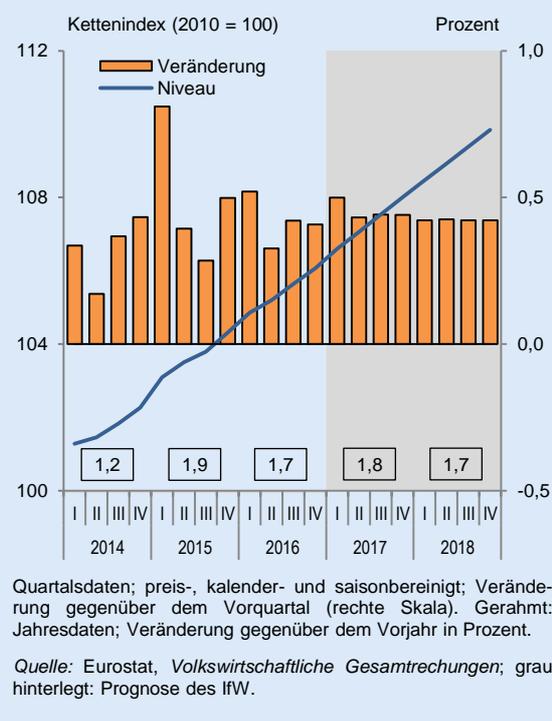
Getragen wird die moderate Erholung vor allem von heimischen Auftriebskräften. Der private Verbrauch dürfte von der weiteren Belebung am Arbeitsmarkt profitieren, wenngleich die positive Wirkung der niedrigen Energiepreise auf die verfügbaren Realeinkommen ausgelaufen ist. Die Finanzpolitik wird in diesem und im kommenden Jahr voraussichtlich leicht expansiv ausgerichtet sein, auch im Hinblick auf anstehende Wahlen in großen Mitgliedsstaaten und die weiterhin sehr günstigen staatlichen Finanzierungsbedingungen. Infolge einer stabilen Konjunktur und bei weiterhin niedrigen Zinsen dürfte auch die Investitionstätigkeit allmählich stärker zulegen, die zudem in einigen Ländern über die Krisenjahre hinweg sehr schwach geblieben war und somit Potenzial für Aufholeffekte bereithält. Der Außenhandel wird im Prognosezeitraum voraussichtlich nur wenig Impulse geben. Die Ausfuhren dürften bei einer weiterhin nur moderaten Zunahme des Welthandels verhalten expandieren. Der weiterhin sehr niedrige Außenwert des Euro unterstützt dabei die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen. Da bei einer weiteren Belebung der heimischen Absorption auch die Importe stärker zulegen werden, dürfte der Außenhandel allerdings rein rechnerisch kaum zur Expansion des Bruttoinlandsprodukts beitragen.

Das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum wird im laufenden Jahr voraussichtlich um 1,8 Prozent expandieren, im Jahr 2018 um 1,7 Prozent (Abbildung 14; Tabelle 2). Damit halten wir weitgehend an unserer Einschätzung aus der Winterprognose (Gern et al. 2016) für die Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts im Euroraum fest. Die konjunkturelle Dynamik im übrigen Euroraum dürfte geringfügig schwächer ausfallen als in Deutschland (Abbildung 15).

Frankreich und Italien bleiben in ihrer Expansion hinter dem Durchschnitt des Euroraums zurück, während sich die starke Erholung in Spanien etwas verlangsamen dürfte. Frankreichs Bruttoinlandsprodukt wird im laufenden Jahr wohl mit 1,3 Prozent expan-

dieren, im Jahr 2018 mit 1,4 Prozent etwas stärker. In Italien wird die Zunahme der wirtschaftlichen Aktivität voraussichtlich weiterhin sehr mäßig ausfallen, weil strukturelle Probleme beispielsweise im Bankensektor eine kräftigere Expansion immer noch behindern und derzeit keine Anzeichen für eine Überwindung der langjährigen Wachstumsschwäche erkennbar sind. So wird das Bruttoinlandsprodukt in den Jahren 2017 und 2018 voraussichtlich nur um jeweils 0,9 Prozent expandieren. Für Spanien rechnen wir mit einer allmählichen Verlangsamung der bis zuletzt kräftigen Expansion, da sich die expansiven Impulse der Finanzpolitik kaum in dem bisherigen Maße fortsetzen lassen dürften. Somit rechnen wir für Spanien mit Expansionsraten von 2,6 (2017) und 2,0 Prozent (2018) (Tabelle 3).

Abbildung 14:
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 2014–2018



Der allgemeine Preisauftrieb dürfte zukünftig wieder deutlich über einem Prozent liegen. Für den Ölpreis unterstellen wir, dass dieser bis Ende 2018 auf dem aktuellen Niveau von etwa 55 US-Dollar je Barrel der Sorte Brent verharrt. Unter dieser Annahme dürfte die Inflationsrate vom zuletzt erreichten Niveau von 2 Prozent

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	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,7	1,8	1,7
Heimische Absorption	0,4	0,3	0,2	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	0,5	0,5	1,9	1,9	1,9
Privater Verbrauch	0,7	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,9	1,7	1,6
Staatsverbrauch	0,7	0,3	0,1	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,8	1,5	1,5
Anlageinvestitionen	0,3	1,2	-0,7	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	2,5	2,3	3,5
Vorratsänderungen	-0,2	-0,2	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,1	-0,0
Außenbeitrag	0,1	0,0	0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1
Exporte	0,2	1,3	0,3	1,5	0,9	0,9	0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	1,0	2,7	3,9	3,9
Importe	-0,1	1,4	-0,1	2,0	1,0	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2	1,2	3,4	4,5	4,6

Bruttoinlandsprodukt: kalender-, preis- und saisonbereinigt; Quartalswerte: Veränderung gegenüber dem Vorquartal (Prozent); Jahreswerte: preis- und kalenderbereinigt, 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.

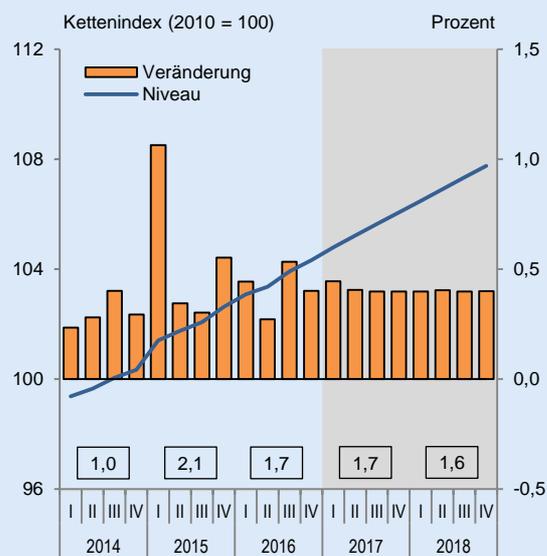
Tabelle 3:
Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Ländern des Euroraums 2016–2018

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Deutschland*	29,0	1,8	2,0	2,0	0,4	1,7	1,7	4,1	3,6	3,3
Frankreich	20,9	1,1	1,3	1,4	0,3	1,4	1,3	10,1	9,8	9,4
Italien	15,7	1,0	0,9	0,9	-0,1	1,1	0,9	11,7	11,5	11,0
Spanien	10,3	3,2	2,6	2,0	-0,3	1,6	1,6	19,6	17,4	16,0
Niederlande	6,5	2,1	2,1	1,9	0,1	1,4	1,3	6,0	5,1	4,5
Belgien	3,9	1,2	1,5	1,6	1,8	2,2	2,1	8,0	7,9	8,0
Österreich	3,3	1,5	1,9	1,6	1,0	2,0	1,8	6,0	5,9	5,7
Irland	2,4	4,5	4,9	3,7	-0,3	1,2	1,0	7,9	6,2	5,0
Finnland	2,0	1,6	1,2	1,2	0,4	1,5	1,4	8,8	8,6	8,4
Portugal	1,7	1,4	1,7	1,4	0,6	1,5	1,4	11,2	10,0	9,2
Griechenland	1,7	-0,1	0,4	1,7	0,0	1,1	1,1	23,5	22,2	20,7
Slowakei	0,7	3,3	3,6	3,5	-0,5	1,2	1,3	9,6	8,2	7,0
Luxemburg	0,5	3,8	3,0	3,0	0,0	1,8	1,8	6,3	6,0	5,8
Slowenien	0,4	2,6	3,6	3,2	-0,2	1,6	1,6	7,9	7,1	6,5
Litauen	0,4	2,2	3,7	3,2	0,7	2,0	2,0	7,9	7,1	6,5
Lettland	0,2	1,3	2,9	3,2	0,7	2,0	2,0	9,6	9,3	9,0
Estland	0,2	1,7	3,6	3,0	0,1	2,1	2,2	6,8	6,4	6,0
Zypern	0,2	2,8	2,8	3,0	0,8	2,1	2,2	13,3	13,3	12,0
Malta	0,1	3,6	3,5	3,2	-1,2	0,8	0,9	4,8	4,5	4,3
Euroraum	100,0	1,7	1,8	1,7	0,3	1,5	1,4	10,1	9,3	8,7
Euroraum ohne Deutschland	71,0	1,7	1,7	1,6	0,2	1,4	1,3	12,2	11,4	10,7

Gewicht: auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen 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 2015. — *Zahlen weichen zum Teil von denen im Deutschland-Konjunkturbericht ab, wo BIP-Zuwachsraten als Ursprungswerte berichtet werden (statt kalenderbereinigten Werten), Verbraucherpreise nach CPI-Abgrenzung (statt HVPI) sowie Arbeitslosenquoten nach Definition der Bundesagentur für Arbeit (statt ILO).

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

Abbildung 15:
**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.

(Februar) wieder etwas zurückgehen, da die Energiepreise im Vorjahresvergleich nach und nach weniger deutlich steigen werden. Gleichzeitig dürfte die Kernrate der Inflation im Prognosezeitraum auf knapp eineinhalb Prozent anziehen, was zum einen auf die anhaltende konjunkturelle Erholung zurückgeführt werden kann, zum anderen an möglichen Zweitrunden-

effekten der derzeit energiepreisbedingt stärker steigenden Verbraucherpreise liegt: In zukünftigen Tariflohnverhandlungen dürfte ein Ausgleich der erlittenen Kaufkraftverluste durch entsprechend hohe Lohnabschlüsse eingefordert werden – in Mitgliedsländern mit hoher Arbeitslosigkeit ist die Verhandlungsposition der Arbeitnehmerseite freilich weniger gut als beispielsweise in Deutschland. Insgesamt werden die Verbraucherpreise im Durchschnitt des Jahres 2017 gegenüber dem Vorjahr voraussichtlich um 1,5 Prozent steigen. Im Jahr 2018 dürfte die Inflationsrate bei 1,4 Prozent liegen, da der graduelle Anstieg der Kerninflation den auslaufenden Einfluss steigender Energiepreise nicht vollständig ausgleicht. Damit revidieren wir unsere Inflationsprognose für das laufende Jahr gegenüber der Dezemberprognose (Gern et al. 2016) um drei Zehntel nach oben. Deflations Sorgen, die in den Jahren 2015 und 2016 bei einigen Kommentatoren womöglich noch die Konjunkturerwartungen für den Euroraum getrübt haben, dürften im längerfristigen Ausblick keine Rolle mehr spielen.

Die Arbeitslosigkeit wird im Prognosezeitraum weiter zurückgehen. Die Arbeitslosenquote wird nach 10 Prozent im Durchschnitt des Jahres 2016 im laufenden Jahr durchschnittlich wohl bei 9,3 Prozent liegen. Im Jahr 2018 wird die Arbeitslosigkeit voraussichtlich weiter auf 8,7 Prozent der Erwerbspersonen sinken.

Literatur

- Boysen-Hogrefe, J., S. Fiedler, N. Janssen, S. Kooths, C. Reicher und S. Reitz (2015). Sovereign bond purchases and risk sharing arrangements: Implications for euro area monetary policy. Beratungspapier für den Währungspolitischen Dialog des Europäischen Parlamentes, Juni.
- Boysen-Hogrefe, J., S. Kooths und U. Stolzenburg (2016). Zum Wiederanstieg der TARGET-Salden. IfW-Box 2016.5. Via Internet (1. März 2016) <https://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/prognosezentrum/konjunkt/ifw-box/2016/box_2016-5_target-salden.pdf>.
- Euroframe (2017). Euro Growth Indicator. Via Internet (1. März 2017) <<http://euroframe.org/Indicator.html>>.
- Europäische Kommission (2017). Economic Forecasts Winter 2017. Box I.2: A 'new modesty'? Level shifts in survey data and the decreasing trend of 'normal' growth. Via Internet (1. März 2017) <http://ec.europa.eu/info/file/85030/download_de?token=WWzvweV5>.
- Fiedler, S., K.-J. Gern, M. Raddant und U. Stolzenburg (2016a). Financial Fragmentation: State of play. Briefing Paper European Parliament, September. Via Internet (3. März 2017) <https://polcms.secure.europarl.europa.eu/cmsdata/upload/476e188b-ad06-44af-ac1e-62334ab67638/KIEL_FINAL.pdf>.

- Fiedler, S., I. Hanisch, N. Jannsen und M. Wolters (2016b). Transmission Channels of Unconventional Monetary Policy in the Euro Area: Where Do We Stand? Beratungspapier für den Währungspolitischen Dialog des Europäischen Parlamentes, Dezember.
- Fiedler, S., S. Kooths und U. Stolzenburg (2017). Extending QE: Additional risks for financial stability? Beratungspapier für den Währungspolitischen Dialog des Europäischen Parlamentes, Februar.
- Gern, K.-J., N. Jannsen, S. Kooths und M. Wolters (2015). Quantitative Easing carried out by the US Fed, the Bank of England and the Bank of Japan: What are the key policy messages relevant for the euro area that can be drawn from these experiences? Beratungspapier für den Währungspolitischen Dialog des Europäischen Parlamentes, März.
- Gern, K.-J., und U. Stolzenburg (2016). Italien am Scheideweg: Wachstumsschwäche erfordert weitere Reformen. Kiel Policy Brief 102. Via Internet (1. März 2017) <https://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/zentrum-wirtschaftspolitik/kiel-policy-brief/kpb-2016/kpb_102.pfd>.
- Gern, K.-J., P. Hauber, S. Kooths und U. Stolzenburg (2016). Weltkonjunktur expandiert allmählich etwas stärker. Kieler Konjunkturberichte Nr. 25 (2016|Q4). Institut für Weltwirtschaft, Kiel. Via Internet (7. März 2017) <https://www.ifw-kiel.de/pub/kieler-konjunkturberichte/2016/kkb_25_2016-q4_welt_de.pdf>.
- Gern, K.-J., S. Fiedler, P. Hauber, S. Kooths, G. Potjagailo und U. Stolzenburg (2017). Weltkonjunktur: Aufwärts trotz Risiken. Kieler Konjunkturberichte Nr. 27 (2017|Q1). Institut für Weltwirtschaft, Kiel. Via Internet (10. März 2017) <https://www.ifw-kiel.de/pub/kieler-konjunkturberichte/2017/kkb_27_2017-q1_welt_de.pdf>.
- Kooths, S., und B. van Roye (2012). Nationale Geldschöpfung im Euroraum: Mechanismen, Defekte, Therapie, Kieler Diskussionsbeiträge 508/509, Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Mersch, Y. (2017). Ructions in the repo market – monetary easing or regulatory squeezing? Rede zum GFF summit, Luxemburg, 26. Januar. Via Internet (7. März 2017) <<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/sp170126.en.html>>.
- Schrader, K., C.-F. Laaser und D. Benček (2017). Schwer zu retten: Griechenland im Krisenmodus. Kiel Policy Brief Nr. 103. Via Internet (7. März 2017) <https://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/zentrum-wirtschaftspolitik/kiel-policy-brief/kpb-2017/kpb_103>.
- Sinn, H.-W., und T. Wollmershäuser (2012). Target-Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility. NBER Working Paper 17626. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Stolzenburg, U. (2016). Zur Revision des BIP in Irland. IfW-Box 2016.20. Via Internet (7. März 2017) <https://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/prognosezentrum/konjunkt/ifw-box/2016/box_2016-20_bip_irland.pdf>.