

KIELER KONJUNKTUR- BERICHTE

Konjunktur im Euroraum im Frühjahr 2018

Abgeschlossen am 20. März 2018



Nr. 40 (2018|Q1)

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

INHALTSVERZEICHNIS

Wirtschaft im Euroraum überschreitet Normalauslastung

<i>Kasten 1: Importbereinigung der verwendungsseitigen Expansionsbeiträge im Euroraum</i>	<i>5</i>
Zyklusbild: Produktionslücke öffnet sich.....	9
Zur Lage in den Mitgliedsländern.....	12
Arbeitsmarkt: Rascher Beschäftigungsaufbau, sinkende Arbeitslosigkeit.....	14
Günstige Finanzierungsbedingungen zeigen sich in steigender Kreditsumme	14
Finanzpolitik: Konjunktur und niedrige Zinsen entlasten öffentliche Haushalte weiter	16
Ausblick: Kräftige Expansion setzt sich fort.....	17
Literatur	21

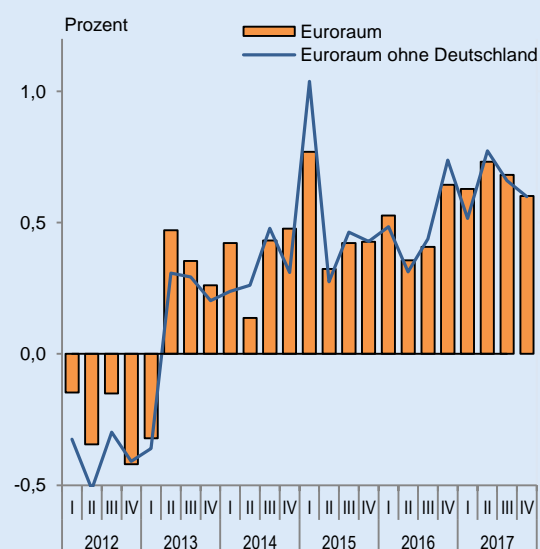
WIRTSCHAFT IM EURORAUM ÜBERSCHREITET NORMALAUSLASTUNG

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

Die Wirtschaft im Euroraum hat Tritt gefasst und expandiert lebhaft. Einen zusätzlichen Schub erhielt die Konjunktur seit Ende des Jahres 2016 von der Belebung des weltwirtschaftlichen Umfelds. Frühindikatoren deuten auf eine Fortsetzung der kräftigen Expansion hin, wobei die Konjunktur weiter durch niedrige Zinsen und eine leicht expansive Finanzpolitik unterstützt wird. Im laufenden Jahr dürfte das Bruttoinlandsprodukt um 2,4 Prozent expandieren, im kommenden Jahr wird sich die Expansionsrate wohl nur leicht auf 2,1 Prozent verringern. Potenzialschätzungen für den Euroraum deuten inzwischen darauf hin, dass die Normalauslastung der Produktionskapazitäten bereits überschritten ist. Die Arbeitslosigkeit ist weiter rückläufig, und in einzelnen Ländern dürfte es zunehmende Anspannungen am Arbeitsmarkt geben. Angesichts der guten Konjunktur wird auch die Verbraucherpreisinflation allmählich anziehen und im Jahr 2019 bei 1,6 Prozent liegen, womit sie sich langsam dem Zielbereich der Europäischen Zentralbank annähert.

Die Konjunktur im Euroraum hat im Jahr 2017 Tritt gefasst. Die gesamtwirtschaftliche Produktion hat über nunmehr fünf Quartale in Folge mit Raten zwischen 0,6 und 0,7 Prozent zugenommen (Abbildung 1). Damit hat sich die zuvor eher moderate konjunkturelle Grundtendenz seit Ende 2016 deutlich belebt.

Abbildung 1:
Bruttoinlandsprodukt 2012–2017



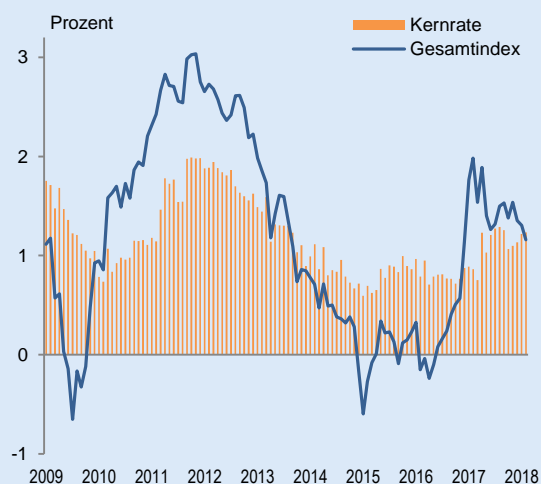
Quartalsdaten; kalender-, preis- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen.

Der Anstieg der Verbraucherpreise ist bislang verhalten. Im Februar lagen die harmonisierten Verbraucherpreise 1,1 Prozent über ihrem Vorjahreswert (Abbildung 2). Diese gedämpfte Preisentwicklung im ersten Quartal ist allerdings auch einem Basiseffekt geschuldet, da die Preise zu Jahresbeginn 2017 einen energiepreisbedingten Zwischenspurte eingelegt hatten, so dass die derzeitige Teuerungsrate im

Vorjahresvergleich entsprechend niedriger ausfällt. Im zweiten Quartal wird sie voraussichtlich wieder bei rund 1,5 Prozent liegen. Die Kernrate der Inflation, die Preisänderungen von Energie und unverarbeiteten Lebensmitteln ausblendet, lag in den vergangenen Monaten stabil bei etwa 1,2 Prozent.

Abbildung 2:
Verbraucherpreise 2009–2018



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

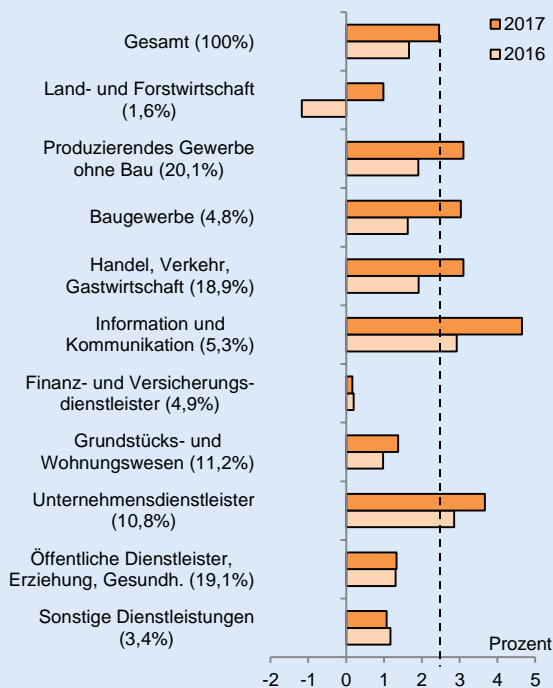
Quelle: Europäische Zentralbank, Monatsbericht.

Verwendungsseitig ist die konjunkturelle Belebung stark von außenwirtschaftlichen Impulsen geprägt. Bei der Zerlegung des Zuwachses des Bruttoinlandsprodukts in heimische Absorption und Außenbeitrag werden die Exporte typischerweise vollständig mit den Importen verrechnet. Dabei bleibt unberücksichtigt, dass nicht nur die Exporte, sondern sämtliche Verwendungskomponenten einen Importgehalt aufweisen. Daher sollten die Importe sämtlichen Verwendungskomponenten je nach Importgehalt anteilig zugerechnet werden. Auf Basis dieser Importanteile, die aus Input-Output-Tabellen abgeleitet werden, können importbereinigte Expansionsbeiträge der Verwendungskomponenten zur Wertschöpfung im Inland ausgewiesen werden (Kasten 1). Bei dieser Zerlegung wird deutlich, dass die Exporte in Länder außerhalb des Euroraums im Jahr 2016 eine relative Schwächephase durchschritten haben und ihr Expansionsbeitrag in dieser Zeit vergleichsweise gering war, während er vorher und nachher substantiell zum Zuwachs des

Bruttoinlandsprodukts beigetragen hat (Abbildung K1-3). Die konjunkturelle Belebung seit Ende des Jahres 2016 kann nach dieser Analyse maßgeblich den stärkeren Impulsen aus dem weltwirtschaftlichen Umfeld zugeschrieben werden, während sich die binnenwirtschaftliche Dynamik in dieser Phase nicht verstärkt hat.

Das Produzierende Gewerbe expandierte besonders lebhaft. Im Jahr 2017 wurde die konjunkturelle Belebung insbesondere durch den beschleunigten Anstieg der Bruttowertschöpfung im Verarbeitenden Gewerbe, in der Bauwirtschaft sowie im Bereich Handel, Verkehr und Gastgewerbe getragen (Abbildung 3). Auch der ohnehin sehr dynamisch wachsende Bereich Information und Kommunikation hat sich zusätzlich belebt, zudem stieg die Aktivität in der Landwirtschaft wieder. In anderen Wirtschaftsbereichen war die Belebung weniger stark ausgeprägt, und Finanz- und Versicherungsdienstleister traten weiter auf der Stelle.

Abbildung 3:
Entwicklung der Wirtschaftsbereiche im Euroraum



Quartalsdaten, Veränderung der Bruttowertschöpfung gegenüber dem Vorjahr. In Klammern: Wertschöpfungsanteil des Sektors im Jahr 2016. Gestrichelte Linie: Mittlerer Zuwachs der Bruttowertschöpfung im Jahr 2017.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen.

Kasten 1:

Importbereinigung der verwendungsseitigen Expansionsbeiträge im Euroraum

Es hat sich im Rahmen der Konjunkturanalyse eingebürgert, den Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts in die verwendungsseitigen Expansionsbeiträge zu zerlegen, wobei die Importe typischerweise vollständig mit den Exporten verrechnet und als Expansionsbeitrag des Außenhandels ausgewiesen und interpretiert werden. Diese Praxis ist jedoch irreführend, denn sämtliche Verwendungsaggregate weisen einen bestimmten Importgehalt auf, nicht nur die Exporte. Je höher der Importgehalt einer Gütergruppe, desto weniger wird der Verkauf dieser Güter die inländische Wertschöpfung anregen, die mit dem Bruttoinlandsprodukt gemessen wird. Daher sollte eine Zerlegung der Expansionsrate des Bruttoinlandsprodukts berücksichtigen, wieviel inländische Wertschöpfung tatsächlich durch die Verwendungsaggregate angestoßen wird.

Wenn deutsche Konsumenten beispielsweise Autos kaufen, dann stammt ein Teil dieser Autos von ausländischen Herstellern. Aber auch für die von deutschen Herstellern produzierten Autos werden verschiedene Vorleistungen importiert, und selbst die Vorleistungen aus dem Inland können ihrerseits weitere Importe erforderlich machen. Die Summe dieser direkten und indirekten Importe bestimmt letztlich den Importgehalt oder -anteil einer Gütergruppe, bezogen auf den Produktionswert. Dieser Anteil kann ganz unterschiedlich ausfallen – bei Unterhaltungselektronik, Textilien oder Kraftstoffen ist er hoch, im Gastgewerbe, beim Straßenbau oder in der Wasserversorgung ist er dagegen sehr gering.

Mit Hilfe von Input-Output-Tabellen können Importanteile der Verwendungsaggregate näherungsweise bestimmt werden (Leontief 1941, Kranendonk und Verbruggen, 2008; Bussi re et al., 2013). Diese Tabellen zeigen die Vorleistungsverflechtungen der einzelnen Sektoren sowie die Lieferbeziehungen jedes Sektors mit dem Ausland. Auf Basis von OECD-Daten, die für viele Länder in einheitlicher Form verfügbar sind, lassen sich Importanteile der Verwendungsaggregate für alle Länder des Euroraums zwischen 1995 und 2011 berechnen (Input-Output Database bei stats.oecd.org). Zur Fortschreibung ab 2012 werden die bereichsspezifischen Importanteile auf die gesamtwirtschaftliche Importquote regressiert – dem Anteil der Importe an der letzten Verwendung insgesamt – und anschließend mit der Entwicklung dieser Importquote extrapoliert. Die bei diesem Verfahren auftretenden Diskrepanzen der Summe der bereichsweise zugeordneten Importe zum gesamtwirtschaftlichen Aggregat werden proportional verteilt (nach Anteil der zugeordneten Importe an den Gesamtimporten).

Importanteile können sich deutlich zwischen verschiedenen Ländern unterscheiden (Tabelle K1-1). Auffällig ist, dass die Importanteile der Exporte für Belgien und die Niederlande besonders hoch sind, was die logistische Bedeutung der großen Seehäfen dieser Länder im europäischen Kontext unterstreicht. Die Importanteile der Anlageinvestitionen und des Privaten Verbrauchs liegen bei rund 30 Prozent, die der Exporte im Schnitt bei rund 40 Prozent, und die des staatlichen Verbrauchs bei rund 10 Prozent. Für die Lagerveränderungen, die nach diesen Berechnungen extrem schwanken, wird ein Importanteil von 50 Prozent unterstellt (Deutsche Bundesbank 2017).

Tabelle K1-1:

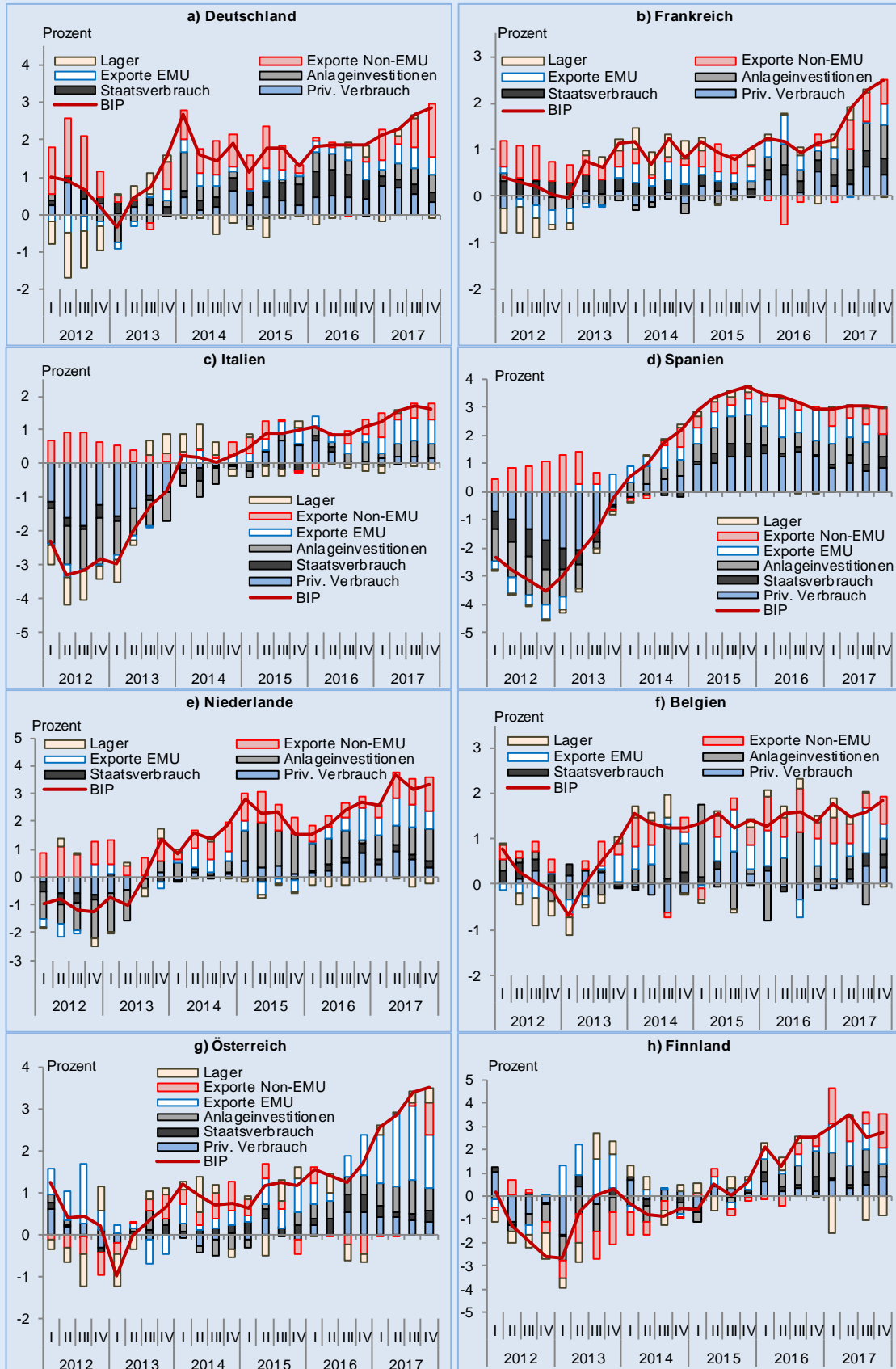
Berechnete Importanteile nach Ländern 2017

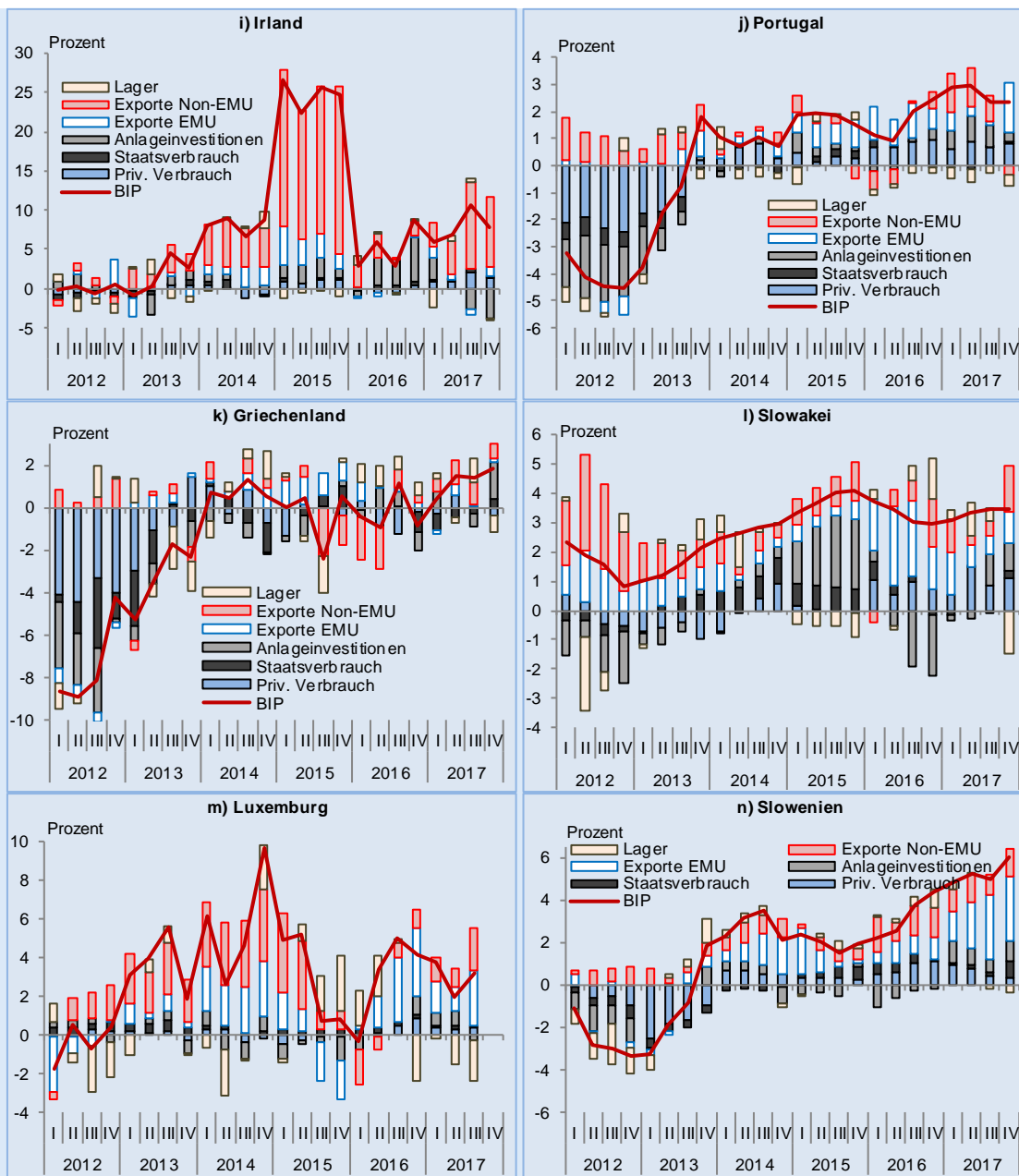
	DEU	FRA	ITA	ESP	NED	BEL	AUT	FIN
Priv. Verbrauch	28,8%	27,0%	25,2%	27,5%	31,4%	35,9%	33,4%	30,3%
Staatsverbrauch	8,5%	8,1%	7,1%	10,4%	13,0%	12,7%	10,4%	12,6%
Anlageinvestitionen	33,9%	27,2%	28,0%	30,8%	29,1%	41,0%	38,6%	38,8%
Export	42,9%	29,5%	25,8%	29,2%	69,7%	64,7%	45,0%	34,0%

Quelle: OECD, *Input Output Database*; eigene Berechnungen.

Die zugerechneten Importanteile können aus den verwendungsseitigen Aggregaten herausgerechnet werden, um residual die Wertschöpfungsbeiträge aus der Produktion der Verwendungskomponenten zu bestimmen, die sich zur gesamten inländischen Wertschöpfung addieren. So lassen sich importbereinigte Expansionsbeiträge berechnen. Der Vorteil dieser Berechnungsmethode ist, dass berücksichtigt wird, wie stark Veränderungen der Verwendungsseite auf den Zuwachs (oder Rückgang) der inländischen Wertschöpfung durchschlagen. Anhand der importbereinigten Zerlegung lässt sich daher besser analysieren, inwiefern eine Beschleunigung oder Verlangsamung der konjunkturellen Dynamik auf die einzelnen Verwendungskomponenten zurückzuführen ist. Bei der sonst üblichen Zerlegung ohne Importbereinigung wird der Expansionsbeitrag der binnenwirtschaftlichen Komponenten dagegen tendenziell überschätzt, während der Beitrag der Exporte unterschätzt wird. Sie lädt daher zu Fehlinterpretationen ein ([Kooths und Stolzenburg 2018](#)).

Abbildung K1-1:
Importbereinigte Expansionsbeiträge in ausgewählten Ländern 2012–2017





Quartalsdaten, preis-, saison- und kalenderbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal.

Quelle: OECD, *Input Output Database*; Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; IMF, *Direction of Trade Statistics*; eigene Berechnungen.

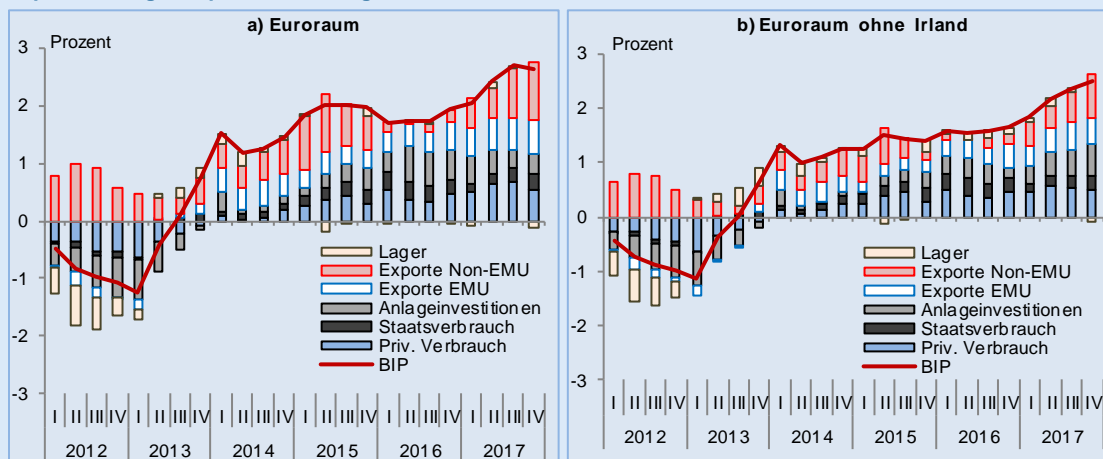
Für die Länder des Euroraums ist zusätzlich interessant, ob Exporte dem Handel mit Ländern des Euroraums zuzuordnen ist (Intrahandel) oder mit Ländern außerhalb des Euroraums (Extrahandel). Diese feingliedrige Zerlegung für den Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts bietet einen neuen Einblick in die Triebkräfte der Konjunkturdynamik (Abbildungen K1-1.a bis K1-1.n):

- Während der Euro-Schuldenkrise im Jahr 2012 war der Expansionsbeitrag des Intrahandels in den meisten Mitgliedsstaaten leicht negativ oder sehr gering. Seit Einsetzen der wirtschaftlichen Erholung im Jahr 2013 trug er dagegen durchgängig positiv zur Expansion bei.
- Die binnenwirtschaftlichen Triebkräfte der Konjunktur haben sich zwischen 2012 und 2015 in vielen Ländern verstärkt. So drehte sich der Expansionsbeitrag der inländischen Verwendung deutlich in den positiven Bereich, seit 2015 hat sich diese Dynamik jedoch nicht zusätzlich belebt.

- Die konjunkturelle Beschleunigung seit Ende des Jahres 2016 ist besonders auffällig in Frankreich, Österreich und Finnland. Aber auch in Deutschland, Italien, den Niederlanden, Portugal und Griechenland ist der Aufwärtstrend unverkennbar.
- Vielerorts waren Impulse aus dem Exportgeschäft ein wichtiger Treiber der konjunkturellen Beschleunigung gegenüber 2016. Dabei spielte vielerorts die Ausfuhr in Länder außerhalb des Euroraums die tragende Rolle (z.B. Deutschland, Frankreich, Niederlande), in einzelnen Ländern war auch der Intrahandel maßgeblich für die Belebung (Österreich, Slowenien), in Italien beides.

Durch eine einfache Addition der (import-, preis-, kalender- und saisonbereinigten) Verwendungsaggregate aller Mitgliedsländer können importbereinigte Expansionsbeiträge zum Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts im Euroraum berechnet werden (Abbildung K1-2.a). Die Analyse der Expansionsbeiträge aus dieser einfachen Addition verdeutlicht Erkenntnisse, die zum Teil bereits auf Länderebene erkennbar waren, beispielsweise die kontraktive Wirkung des Intrahandels im Jahr 2012, die allmähliche Steigerung der binnenwirtschaftlichen Triebkräfte zwischen 2013 und 2015 oder den Impuls von den Ausfuhren in Länder außerhalb des Euroraums im Jahr 2017. Zu beachten ist, dass der Intrahandel in dieser Darstellung als eigene Kategorie der Verwendungsseite aufgefasst und ein entsprechender Expansionsbeitrag ausgewiesen wird. Sobald die betreffenden Güterströme demnach eine Binnengrenze des Euroraums überschreiten, werden sie der Kategorie des Intrahandels zugeschrieben, obwohl sie im Hinblick auf die Letztverwendung nach Überschreiten der Grenze – genau wie die übrigen Exporte – verbraucht, investiert, als Vorleistung verarbeitet oder (weiter) exportiert werden können. Ein gesondertes Interesse am Einfluss des Intrahandels kann beispielsweise bestehen, wenn im europäischen Kontext über mögliche Spillover zwischen den Mitgliedsländern debattiert wird, die im Wesentlichen über den Handelskanal wirken und im Zusammenhang mit einer möglichen finanzpolitischen Koordination eine wichtige Rolle spielen (Ademmer et al. 2016, Dabla-Norris et al. 2017).

Abbildung K1-2:
Importbereinigte Expansionsbeiträge im Euroraum, einfache Addition 2012–2017



Quartalsdaten, preis-, saison- und kalenderbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal.

Quelle: OECD, *Input Output Database*; Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; IMF, *Direction of Trade Statistics*; eigene Berechnungen.

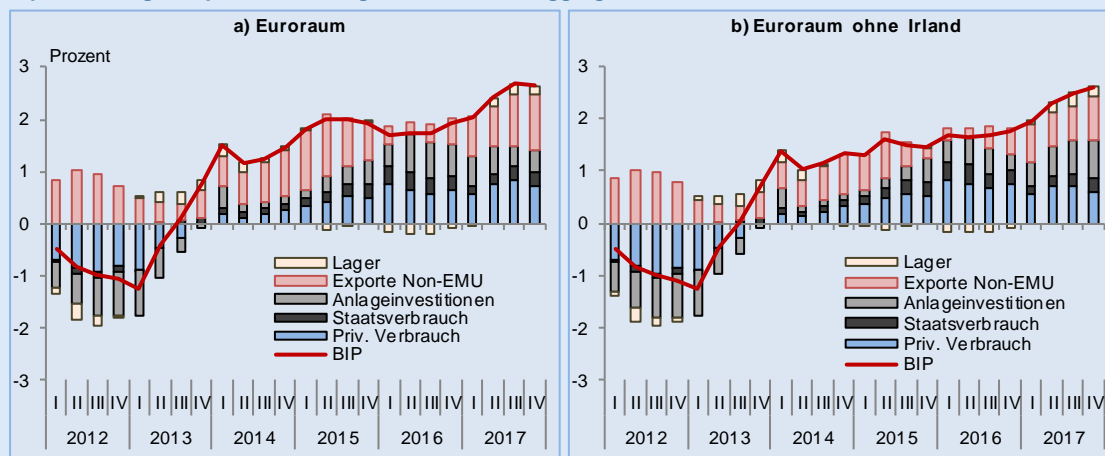
Aktivitäten multinationaler Unternehmen prägen seit einigen Jahren die makroökonomischen Daten Irlands und verzerren trotz des geringen Gewichts dieses Landes (2,6 Prozent) mitunter auch die Daten des Euroraum-Aggregats (Stolzenburg 2016, vgl. Abbildung K1-1.i). Eine gesonderte Analyse für alle Mitgliedsländer außer Irland zeigt, dass die wirtschaftliche Erholung seit Ende der Rezession im Jahr 2013 zwar langsam, aber stetig an Schwung gewonnen hat. (Abbildung K1-2.b). Auch in dieser Ländergruppe ohne Irland hat sich die Expansionsdynamik im Jahr 2017 abermals spürbar beschleunigt, getrieben von einer Belebung des weltwirtschaftlichen Umfeldes.

Die einfache Addition der Länderdaten ist allerdings unangebracht, wenn der Euroraum als eine große Volkswirtschaft betrachtet wird. Auf dieser aggregierten Betrachtungsebene wird nicht mehr zwischen Intrahandel und binnenwirtschaftlicher Aktivität in den Einzelstaaten unterschieden: Was aus Sicht des einzelnen Landes eine importierte Vorleistung aus einem anderen Mitgliedsland ist, wird auf Euroraumebene zu einer heimischen Vorleistung; und Importgüter aus dem Intrahandel (z.B. französische Autos) müssen auf Aggregatsebene als im Inland produzierte Güter gezählt werden. Nun haben die Exporte in andere Mitgliedsländer – anders als in der Berechnung auf Länderebene unterstellt – zwangsläufig einen

Importanteil von 100 Prozent, und der Expansionsbeitrag des Intrahandels muss in der Aggregation verschwinden und sich auf die anderen Komponenten verteilen.^a Eine korrekte Importbereinigung für den Euroraum als Aggregat muss daher Input-Output-Tabellen für den Euroraum zugrunde legen, bei denen die Importe ausschließlich den Extrahandel abbilden und bei denen der Intrahandel in die sektoralen Vorleistungsverflechtungen integriert ist.^b Zudem müssen preis- und saisonbereinigte Zeitreihen der Euroraum-Exporte und -Importe im Extrahandel abgeschätzt werden, die von Eurostat bislang nicht ausgewiesen werden.^c Nach dieser Analyse liegen die Importanteile sämtlicher Verwendungsaggregate etwas niedriger als im Mittel der Einzelstaaten, da der Intrahandel nun nicht mehr zu den Importen zählt.

Abbildung K1-3:

Importbereinigte Expansionsbeiträge im Euroraum, Aggregation, ohne Intrahandel 2012–2017



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

Quelle: Eurostat, *Symmetrische Input Output Tabellen*; Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; IMF, *Direction of Trade Statistics*; eigene Berechnungen.

Die Zerlegung in die Expansionsbeiträge der Verwendungskomponenten im Euroraum, die von den Importen aus dem Rest der Welt bereinigt sind, identifiziert abermals die Exporte in Länder außerhalb des Euroraums als eine wichtige Stütze der Konjunktur, die jedoch im Jahr 2016 eine Verschnaufpause eingelegt hat (Abbildung K1-3). Mit der Belebung des Welthandels zum Jahresende 2016 kam im Jahr 2017 die Exporthnachfrage noch „oben drauf“. Die Beschleunigung der konjunkturellen Dynamik im Euroraum, die im Verlauf des Jahres 2017 immer deutlicher geworden ist, kann demnach maßgeblich auf eine Rückkehr der positiven Impulse aus dem weltwirtschaftlichen Umfeld zurückgeführt werden.

^aBei einer einfachen Addition der nicht-importbereinigten Verwendungsaggregate für den Euroraum wird der Intrahandel zwar ebenfalls mitgezählt, kürzt sich aber bei einer vollständigen Saldierung von Ex- und Importen wieder heraus, so dass er bei einer Zerlegung in die unbereinigten Expansionsbeiträge unsichtbar bleibt. — ^bSymmetrische Input Output Tabellen bei Eurostat: <http://ec.europa.eu/eurostat/de/web/esa-supply-use-input-tables/data/database>. —

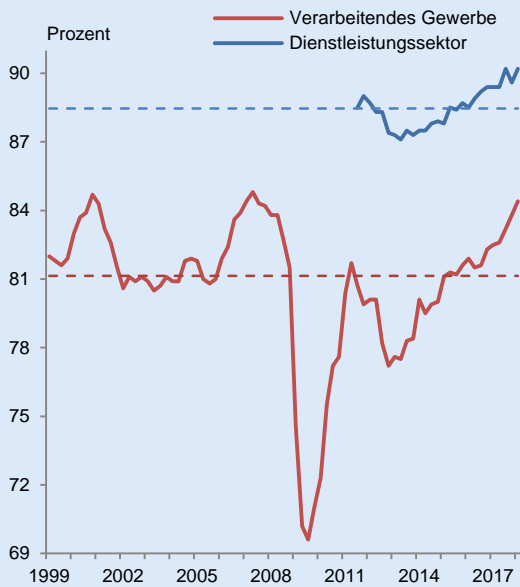
^cDa die relevante Zeitreihe (preis- und saisonbereinigten Exporte von Waren und Dienstleistungen in Länder außerhalb des Euroraums) für einige große Mitgliedsländer vorliegt, bietet es sich an, die gesuchte Reihe zunächst für alle übrigen Länder einzeln abzuschätzen und diese Daten dann auf die Ebene des Euroraums zu aggregieren. Ein alternatives Vorgehen skizziert die Deutsche Bundesbank (2017).

Zyklusbild: Produktionslücke öffnet sich

Unternehmensbefragungen geben keine Hinweise mehr auf mangelnde Auslastung oder eine fortbestehende konjunkturelle Schwäche. So liegt die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe inzwischen deut-

lich oberhalb des langjährigen Durchschnitts (Abbildung 4). Die Kapazitätsauslastung im Dienstleistungsbereich, die lediglich ab dem Jahr 2011 vorliegt, ist bis zuletzt gestiegen und liegt nun bei über 90 Prozent. Der Anteil der Unternehmen, deren Produktion durch einen Mangel an geeigneten Arbeitskräften beschränkt wird, lag zuletzt so hoch wie noch nie

Abbildung 4:
Kapazitätsauslastung 1999–2018



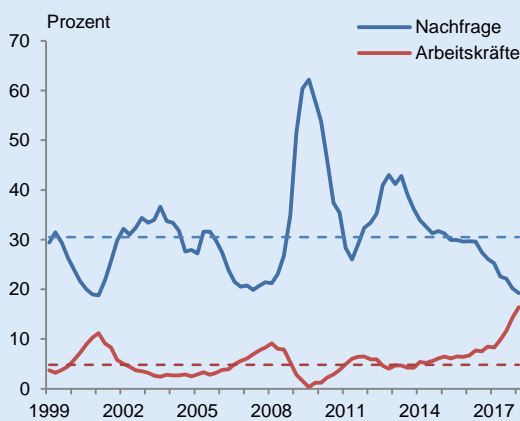
Quartalsdaten: Gestrichelte Linien: Mittelwerte seit 1985.

Quelle: Europäische Kommission, *Industry Survey and Services Survey*; eigene Berechnungen.

Auch der Anteil der Unternehmen, deren Produktion durch einen Nachfragemangel beschränkt war, ist in allen Ländern deutlich zurückgegangen und liegt mit wenigen Ausnahmen deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt. Insgesamt ist den Unternehmensbefragungen zufolge der Auslastungsgrad wohl insbesondere im industriellen Bereich bereits höher, als die geschätzten Produktionslücken der internationalen Institutionen vermuten lassen.

Verschiedene Potenzialschätzungen für den Euroraum zeigen inzwischen durchgängig keine Unterauslastung mehr an. Nach jüngsten Schätzungen des Internationalen Währungsfonds, der Europäischen Kommission und der OECD liegt die Produktionslücke im Jahr 2018 mit 0,0 Prozent bis 0,5 Prozent leicht im positiven Bereich. Demnach sind die gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten im Durchschnitt der Währungsunion in etwa normal ausgelastet (Abbildung 6). Glättet man den

Abbildung 5:
Limitierende Faktoren für die Produktion 1999–2018

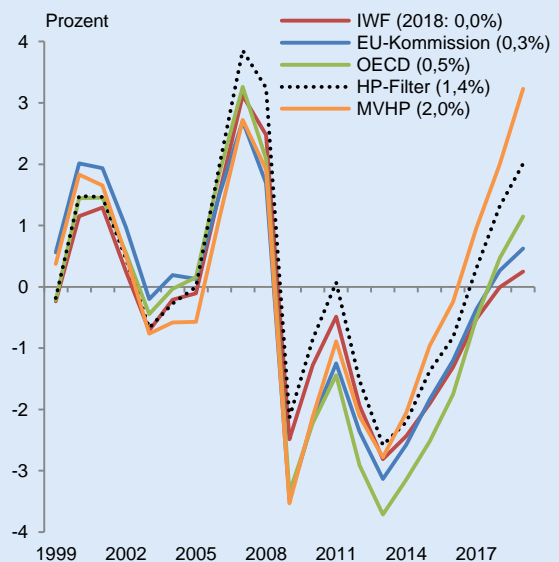


Quartalsdaten. Limitierender Faktor: Anteil der Unternehmen, die einen Faktor als limitierend für die eigene Produktion ansehen. Gestrichelte Linien: Mittelwerte seit 1985.

Quelle: Europäische Kommission, *Industry Survey*; eigene Berechnungen.

seit Bestehen der Währungsunion (Abbildung 5). Dies ist allerdings kein allgemeiner Befund, sondern das Ergebnis wird durch einige Länder wie Deutschland, die Niederlande, Österreich, Finnland sowie einige mittel- und osteuropäische Staaten getrieben, während Arbeitskräfte anderswo noch kaum oder gar nicht knapp sind.

Abbildung 6:
Produktionslücke im Euroraum 1999–2019



Jahresdaten. In Klammern: Schätzung der Produktionslücke für das Jahr 2018. HP-Filter mit $\lambda=100$ und eigener Prognose bis 2019. MVHP: Multivariater Filter mit $\lambda=100$, eigener Prognose bis 2019 und der Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe als zusätzlicher Variable.

Quellen: Internationaler Währungsfonds, *WEO*; OECD, *Economic Outlook*; Europäische Kommission, *Herbstprognose 2017* sowie *Industry Survey*; Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen.

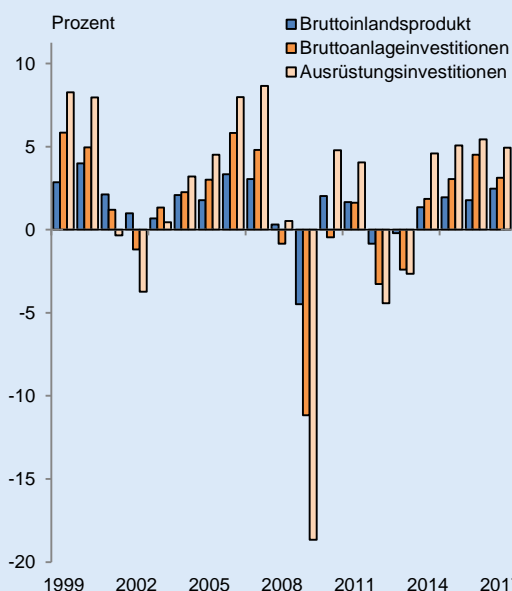
Verlauf des Bruttoinlandsprodukts im Euroraum – verlängert bis 2019 auf Basis der hier vorgelegten Kurzfristprognose – mit einem einfachen HP-Filter, so dürfte sich die Produktionslücke mit 1,4 Prozent im laufenden Jahr sogar schon geöffnet haben. Noch deutlicher ist die Überauslastung, wenn Glättungsverfahren durch geeignete zyklische Variablen unterstützt werden (EZB 2015; Ademmer et al. 2018: Kasten 1). Laut diesem Verfahren, unter Berücksichtigung der Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe, erreicht die Produktionslücke im laufenden Jahr bereits 2,0 Prozent, was eine deutliche Überauslastung der Produktionskapazitäten nahelegen würde. Dies spricht zum einen für anziehende Löhne in Ländern mit niedriger Arbeitslosigkeit und zum anderen für eine weiterhin lebhaftere Investitionstätigkeit.

Die Investitionstätigkeit im Euroraum hat sich bereits erkennbar erholt. Typischerweise verläuft die Investitionstätigkeit prozyklisch und zeichnet die konjunkturellen Auf- und Abschwünge in ihren Zuwachsraten deutlich stärker nach als die gesamtwirtschaftliche Produktion, und dies gilt im Besonderen für Investitionen in Ausrüstungsgüter. Seit Einsetzen der konjunkturellen Erholung im Euroraum im Jahr 2013 haben die Bruttoanlageinvestitionen deutlich zugelegt, und auch die Ausrüstungsinvestitionen sind in den vergangenen vier Jahren mit durchschnittlich knapp 5 Prozent pro Jahr gestiegen (Abbildung 7). In Anbetracht einer vergleichsweise schwachen Investitionstätigkeit in den zurückliegenden Jahren und dem ausweislich von Unternehmensangaben recht hohen Auslastungsgrad dürfte vielerorts Nachholbedarf bestehen, so dass die Investitionen im Prognosezeitraum weiter zulegen dürften.

Hohe Arbeitslosigkeit kann mit einer Überauslastung einhergehen. Dem Befund einer drohenden Überauslastung im Euroraum werden verschiedene Argumente entgegen gehalten. Die im Vorkrisenvergleich immer noch erhöhte Arbeitslosigkeit in einigen Ländern deutet für sich genommen auf Reserven für eine zusätzliche Ausweitung der gesamtwirtschaftlichen Produktion hin. Zudem bewirken die zurückliegenden, gedehnten Krisenjahre, dass sich die Potenzialrate bei der Anwendung von Glättungsverfahren aus rein methodisch-technischen Gründen deutlich verringert und damit

das Tempo unterschätzt wird, mit dem die Produktion dauerhaft und problemlos ausgeweitet werden kann. Darüber hinaus sind Preis- und Lohnentwicklung weiterhin moderat. Andererseits sind bestehende Produktionskapazitäten in der Krise teilweise obsolet geworden, zudem verlief die Investitionstätigkeit in einigen Mitgliedsländern über einen gedehnten Zeitraum vergleichsweise schwach. Dies spricht dafür, dass die Produktionskapazitäten tatsächlich geschrumpft sind und mittlerweile überdurchschnittlich ausgelastet sein dürften, worauf Umfragen deutlich hinweisen. Auch bietet die vielerorts erhöhte Arbeitslosigkeit nur dann Reserven für eine höhere Produktion, wenn es gelingt, die bislang ungenutzte Arbeitskraft in rentable Wertschöpfungsprozesse einzubinden. Fasst man die europäische Finanz- und Schuldenkrise als Symptom einer realwirtschaftlichen Kapitalstock- und Strukturverzerrung auf, dürften viele Länder des Euroraums seit 2010 einen tiefgreifenden Strukturwandel durchmachen, der typischerweise mit einer andauernden, erhöhten Arbeitslosigkeit einhergeht. Dies spricht dafür, dass die Wirtschaft im Euroraum bei einer Fortsetzung der kräftigen Expansionsdynamik tat-

Abbildung 7:
Investitionen im Euroraum 1999–2017



Jahresdaten, preis- und kalenderbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, eigene Berechnungen.

sächlich zunehmend an Grenzen stoßen wird. Wirtschaftspolitisch kann aus dieser Analyse abgeleitet werden, dass die Finanzpolitik in diesem konjunkturellen Umfeld nicht zusätzlich stimulieren sollte, sondern stattdessen Schritte zur Konsolidierung angebracht sind. Eine solche stabilitätsorientierte Finanzpolitik ist umso mehr geboten, da die Geldpolitik vorerst expansiv bleiben dürfte.

Eine moderate Inflationsentwicklung ist kein guter Indikator für gesamtwirtschaftliche Anspannungen. Trotz einer Geldpolitik, die über viele Jahre außergewöhnliche Lockerungsmaßnahmen ergriffen hat sowie einer inzwischen belebten Konjunktur blieb die Preisentwicklung im Euroraum bis zuletzt verhalten. Dies könnte zu der Interpretation verleiten, die Produktion müsse immer noch weit hinter ihrem Potenzial zurückbleiben bzw. die Geldpolitik sei immer noch nicht expansiv genug ausgerichtet. Ein hoher Expansionsgrad der Geldpolitik führt allerdings nur dann zu einer höheren Inflation, wenn dadurch zum einen die gesamtwirtschaftliche Aktivität stimuliert werden kann und wenn zum anderen die ökonomische Aktivität eng mit der Preisentwicklung zusammenhängt.

- Die Wirkung der Geldpolitik auf die ökonomische Aktivität war in den zurückliegenden Jahren seit der Finanz- und Schuldenkrise schwächer als in der Vorkrisenzeit, da viele Banken und Unternehmen ihre Bilanzen bereinigen mussten, viele Akteure aufgrund der krisenhaften Erschütterungen und des anhaltenden geldpolitischen Ausnahmezustands vorsichtiger agierten und da Banken aufgrund zahlreicher neuer Regulierungen die geldpolitischen Impulse weniger in Neukreditvergabe umsetzen konnten. Somit blieb die rein angebotsseitige Ausweitung der Zentralbankgeldmenge unwirksam, solange der Geld- und Kreditschöpfungsprozess nicht in Gang gekommen war. Dies ist ein typisches Symptom nach Finanzkrisen (Jannsen et al. 2015).
- Die Wirkung der ökonomischen Aktivität auf die Preisentwicklung ist als Phillips-Kurven-Zusammenhang bekannt. Dieser Zusammenhang hat sich seit Ende der 1980er Jahre offenbar deutlich abgeschwächt, er ist aktuell sehr schwach und im Zeitverlauf nicht stabil (Fiedler et al. 2018; Blanchard et al. 2015;

Deutsche Bundesbank 2016). Daher erscheint es zweifelhaft, nur aufgrund einer verhaltenen Preisentwicklung die Möglichkeit einer gesamtwirtschaftlichen Überauslastung auszuschließen. Tatsächlich können auch dann gravierende Fehlentwicklungen im Wirtschaftsgefüge auftreten, wenn die Inflation – wie in den Jahren 1999 bis 2007 – im Zielbereich der Zentralbank liegt.

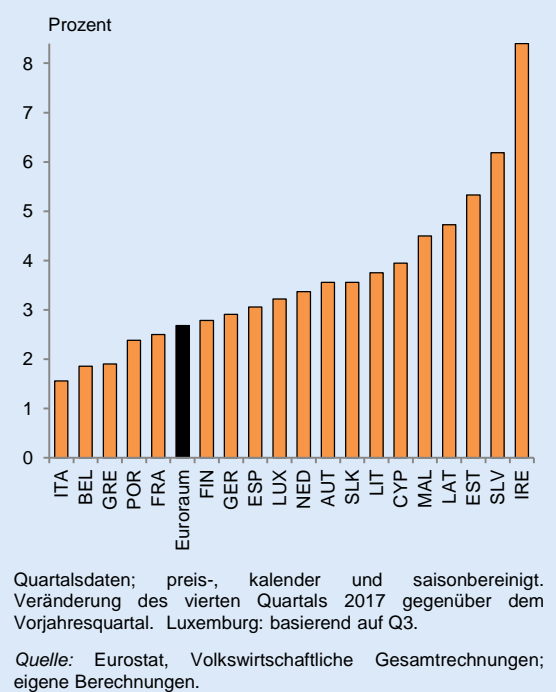
Eine schwache Transmission von der Geldpolitik auf die Preisentwicklung stellt die gegenwärtige geldpolitische Strategie in Frage. Wenn die skizzierte Transmission von der Geldpolitik über die ökonomische Aktivität (oder über die Erwartungsbildung) auf die Inflation nur sehr schwach ausgeprägt ist, dann ist die Fähigkeit der Zentralbank zur Steuerung der Inflationsrate empfindlich gestört. Im diesem Fall kann die Wirkung geldpolitischer Impulse nur schwer abgeschätzt werden, auch müssen gegebenenfalls längerfristige Abweichungen vom Inflationsziel hingenommen werden. Darüber hinaus sind stärkere Ausschläge in der ökonomischen Aktivität erforderlich, um eine bestimmte Wirkung auf die Inflationsrate zu erzielen. Angesichts der ökonomischen Kosten starker Aktivitätsschwankungen und angesichts möglicher Nebenwirkungen extremer geldpolitischer Maßnahmen sollten Vor- und Nachteile der gegenwärtigen geldpolitischen Strategie, wonach ein bestimmtes numerisches Inflationsziel unbedingt erreicht werden muss, auf den Prüfstand gestellt werden (Fiedler et al. 2018).

Zur Lage in den Mitglieds-ländern

Die wirtschaftliche Expansion steht auf einem breiten Länderfundament. Das Expansionsstempo nahezu aller Länder hat sich im Jahresverlauf 2017 deutlich beschleunigt. Sogar Griechenlands Wirtschaftsleistung weitete sich nach Jahren der Stagnation und Krise wieder um 1,9 Prozent im Vergleich zum Vorjahresquartal aus. Auch das neue Schlusslicht Italien steht mit einer Expansionsrate von 1,6 Prozent vergleichsweise gut da und kann auf eine konjunkturelle Belebung zurückblicken. Bei den beiden größten Volkswirtschaften Deutschland

und Frankreich hat sich die Expansionsrate im Jahresverlauf 2017 wie in vielen anderen Ländern spürbar erhöht, und in Spanien hat sich der Aufschwung trotz der Katalonien-Krise im Schlussquartal unvermindert fortgesetzt (Abbildung 8). Besonders kräftig war der verzeichnete Produktionsanstieg in den mittel- und osteuropäischen Ländern sowie einmal mehr in Irland, wo die veröffentlichten Daten freilich durch Aktivitäten multinationaler Unternehmen verzerrt sind (Stolzenburg 2016). Im Durchschnitt expandierte die Wirtschaft im Euroraum über die vergangenen vier Quartale kräftig mit 2,7 Prozent.

Abbildung 8:
Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts über die vergangenen vier Quartale



Die Konjunktur in Frankreich hat deutlich angezogen. Nachdem die französische Wirtschaftsleistung einige Jahre sehr verhalten mit realen Zuwachsraten von rund einem Prozent expandierte, weitete sich die gesamtwirtschaftliche Produktion zuletzt um fast zweieinhalb Prozent im Vergleich zum Vorjahresquartal aus (Abbildung K1-1.b). Die Investitionstätigkeit zog bereits im Jahr 2016 spürbar an und nahm auch im Jahr 2017 lebhaft zu. Zudem kamen nun Impulse aus dem Exportgeschäft hinzu, die im Jahr 2016 noch ausgeblieben waren. Derweil

sind sowohl die Unternehmenszuversicht, gemessen am Economic Sentiment Indicator der Europäischen Kommission, als auch der Markit-Einkaufsmanagerindex auf einem hohen Niveau und deuten weiter auf eine kräftige Expansion hin, wenngleich beide Indikatoren im Februar etwas nachgegeben haben. Angesichts der konjunkturellen Belebung ist auch der Beschäftigungsaufbau in Gang gekommen, und die Arbeitslosenquote ist binnen eines Jahres von 10 Prozent auf 9 Prozent (Januarwert) gefallen. Die im Herbst 2017 beschlossene Reform zur Flexibilisierung des französischen Arbeitsmarktes dürfte den bereits zuvor eingesetzten Rückgang der Arbeitslosenquote begünstigen.

Rückenwind aus dem internationalen Umfeld schiebt auch Italiens Konjunktur allmählich an. Zwar ist die italienische Wirtschaft über die vergangenen vier Quartale mit 1,6 Prozent langsamer expandiert als alle anderen Mitgliedsländer, aber auch hier hat die zuvor sehr schleppende Expansionsdynamik einen Gang hochgeschaltet. Die importbereinigte Zerlegung des Zuwachses des Bruttoinlandsprodukts legt nahe, dass Italien vor allem von der Belebung des internationalen Umfelds profitiert hat, während die Produktion für den Inlandsabsatz kaum mehr zur Expansion beigesteuert hat (Abbildung K1-1.c). Dabei hat sich die Investitionstätigkeit in den vergangenen beiden Jahren mit Raten zwischen drei und vier Prozent aber spürbar belebt. Die Arbeitslosigkeit verharrte bei etwa 11 Prozent. Derweil hat die Parlamentswahl von Anfang März die politischen Kräfteverhältnisse im Lande durcheinander gewirbelt und das Ende der bisherigen Regierung besiegelt. Dem Land steht eine komplizierte Regierungsbildung bevor. In diesem politischen Umfeld sind stabilitätsorientierte Reformen von keiner denkbaren Regierungskonstellation zu erwarten; eine grundlegende Änderung der wirtschaftspolitischen Ausrichtung könnte zudem Verunsicherung an den Finanzmärkten auslösen und muss als Risiko für den jüngsten konjunkturellen Aufwärtstrend betrachtet werden.

Trotz des Katalonien-Konflikts setzte sich Spaniens Aufschwung fort. Auch im vierten Quartal expandierte die gesamtwirtschaftliche Produktion mit 0,7 Prozent, und im Vorjahresvergleich lag die Rate bei 3 Prozent (Abbildung

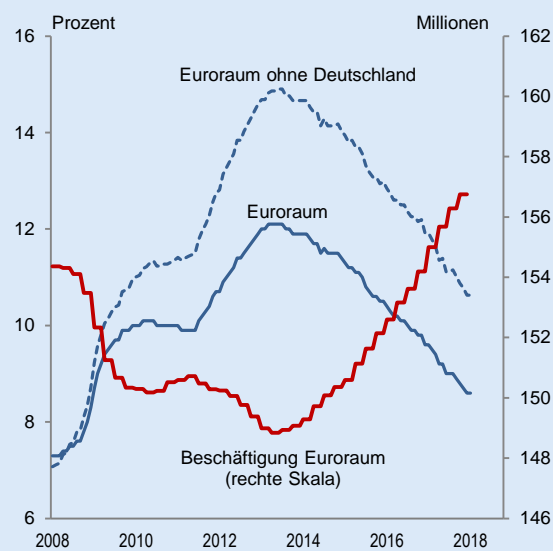
K1-1.d). Dabei trugen binnenwirtschaftliche Auftriebskräfte ebenso stabil zur Expansion bei wie die Exportgüterproduktion. Im Oktober 2017 wurde die katalanische Regionalregierung aufgrund von Autonomiebestrebungen abgesetzt. Ökonomische Verwerfungen, beispielsweise durch die Verlegung von Firmensitzen und ausbleibenden Tourismus, sind in Wirtschaftsstatistiken der Region Katalonien für die Monate Oktober und November durchaus erkennbar (Banco de Espana 2017). Aus gesamtspanischer Perspektive ist die konjunkturelle Dynamik aber offenbar nicht wesentlich beeinträchtigt worden. Die Stimmung bei den Unternehmen ist weiter gut, die Arbeitslosenquote ist im Vorjahresvergleich um mehr als zwei Prozentpunkte zurückgegangen und liegt nun bei gut 16 Prozent.

Arbeitsmarkt: Rascher Beschäftigungsaufbau, sinkende Arbeitslosigkeit

Die Arbeitslosenquote im Euroraum ist weiter rückläufig. Bis zum Januar ist sie auf 8,6 Prozent (ohne Deutschland: 10,6 Prozent) gefallen, was einem Rückgang um einen Prozentpunkt im Vorjahresvergleich entspricht (Abbildung 9). Parallel dazu stieg die Beschäftigung zuletzt um rund zweieinhalb Millionen (oder 1,6 Prozent) innerhalb eines Jahres. Vergleichsweise hoch liegt die Arbeitslosenquote immer noch in Frankreich, Italien, Spanien und Griechenland. Mit der Fortsetzung des Aufschwungs dürfte sich die Lage am Arbeitsmarkt weiter verbessern.

Die Lohndynamik im Euroraum ist immer noch verhalten, zieht aber allmählich an. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer nahm im dritten Quartal 2017 (jüngere Zahlen liegen noch nicht vor) um 1,7 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal zu. Die allgemeine Lohndynamik ist damit im historischen Vergleich weiterhin gering, wenngleich sie sich in den zurückliegenden Quartalen um einige Zehntel beschleunigt hat. Die Tarifverdienste, welche bereits bis

Abbildung 9:
Arbeitslosenquote und Beschäftigung 2008–2018



Monatsdaten, saisonbereinigt. Beschäftigung: Quartalsdaten, saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, Arbeitsmarktstatistik; eigene Berechnungen.

zum vierten Quartal 2017 vorliegen, stiegen mit 1,6 Prozent nur geringfügig langsamer. Die verhaltenen Lohnzuwächse spiegeln die in vielen Ländern immer noch hohe Arbeitslosigkeit wider, zudem sind sie eine Reaktion auf niedrige Produktivitätszuwächse und Preissteigerungsraten in den vergangenen Jahren. Angesichts weiter rückläufiger Arbeitslosenquoten sowie im Vergleich zu den Vorjahren höheren Teuerungsraten dürfte sich auch die Lohndynamik weiter beschleunigen, insbesondere in Ländern mit niedriger Arbeitslosigkeit.

Günstige Finanzierungsbedingungen zeigen sich in steigender Kreditsumme

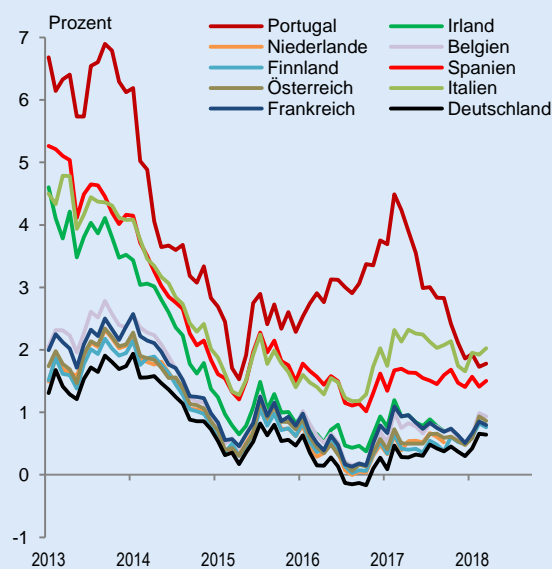
Der erwartete Pfad der Geldpolitik bleibt unverändert. Die Europäische Zentralbank (EZB) hält daran fest, noch bis mindestens Ende September Wertpapiere im Umfang von monatlich 30 Mrd. Euro zu erwerben. Auch die Zentralbankzinsen ließ sie unverändert – der Einlagesatz beträgt weiterhin -0,4 Prozent, der Hauptrefinanzierungssatz 0,0 Prozent und der

Spitzenrefinanzierungssatz 0,25 Prozent. Die Orientierung über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik blieb ebenfalls bestehen. Wir rechnen daher frühestens gegen Ende des kommenden Jahres mit einem ersten Zins-schritt. Unabhängig davon ließ Präsident Mario Draghi auf seiner Pressekonferenz am 8. März verlauten, dass sowohl er als auch viele andere Mitglieder des EZB-Rats der Auffassung sind, dass künftig Entscheidungen über die Bereitstellung von Notfallliquidität (ELA) nicht mehr von den nationalen Zentralbanken, sondern zentral bei der EZB getroffen werden sollten. Dazu seien aber rechtliche Änderungen notwendig, weswegen eine Umsetzung wohl nicht unmittelbar bevorsteht. Durch eine derartige Zentralisierung der Entscheidungskompetenz könnten künftig Kollateralanforderungen im Eurogebiet stringenter durchgesetzt werden, was die Einheitlichkeit der Geldpolitik stärken würde (siehe auch Fiedler et al. 2017).

Die Zinsen im Euroraum bleiben sehr niedrig. Zu Jahresbeginn stiegen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen der meisten Länder zwar etwas, waren im historischen Vergleich aber weiterhin sehr niedrig (Abbildung 10). Das Ergebnis der jüngsten Parlamentswahl in Italien hatte bislang praktisch keine Auswirkung auf die

Zinsen der Staatsanleihen. Vielmehr setzte sich der seit etwa einem Jahr bestehende Trend zu geringeren Aufschlägen gegenüber Bundesanleihen fort (auf zuletzt 1,4 Prozentpunkte gegenüber rund 2 Prozentpunkten vor einem Jahr). Geringere Risikoprämien ließen sich auch in anderen Ländern beobachten; in Frankreich fielen sie beispielsweise binnen Jahresfrist von 0,6 auf 0,2 Prozentpunkte. Der Rückgang könnte sich aus den verbesserten wirtschaftlichen Aussichten der entsprechenden Länder begründen. Gleichzeitig dürften die inzwischen wieder sehr niedrigen Aufschläge auch Ausdruck einer Sozialisierung von Risiken sein. Neben dem Wertpapierkaufprogramm der EZB dürfte die Existenz der Rettungsschirme die Einpreisung individueller Risiken im Zaum halten, sodass die Zinsaufschläge ungeachtet der tatsächlichen Risikoentwicklung gering bleiben. Bei der Finanzierung der Privaten kam es zuletzt kaum zu Veränderungen. Die Cost-of-Borrowing-Indikatoren der EZB standen im Januar bei Wohnungsbaukrediten an Haushalte unverändert gegenüber dem Vorjahr bei 1,8 Prozent, während sich Kredite an Unternehmen leicht von 1,7 auf 1,6 Prozent verbilligten. Angesichts steigender Inflationsraten ist das Zinsniveau derzeit also ausgesprochen investitionsfreundlich.

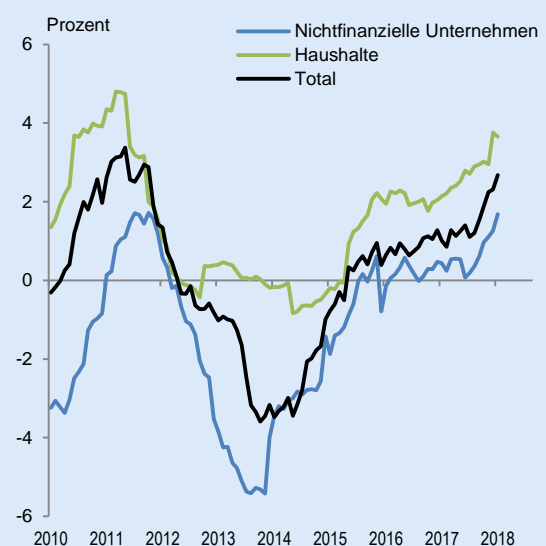
Abbildung 10:
Zinsen auf Staatsanleihen 2015–2018



Monatsdaten, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit.

Quelle: Thomson Reuters Eikon.

Abbildung 11:
Bankkredite an nichtfinanziellen Sektor, 2007–2018



Monatsdaten, Veränderung gegenüber dem Vorjahresmonat.

Quelle: Europäische Zentralbank, BSI.

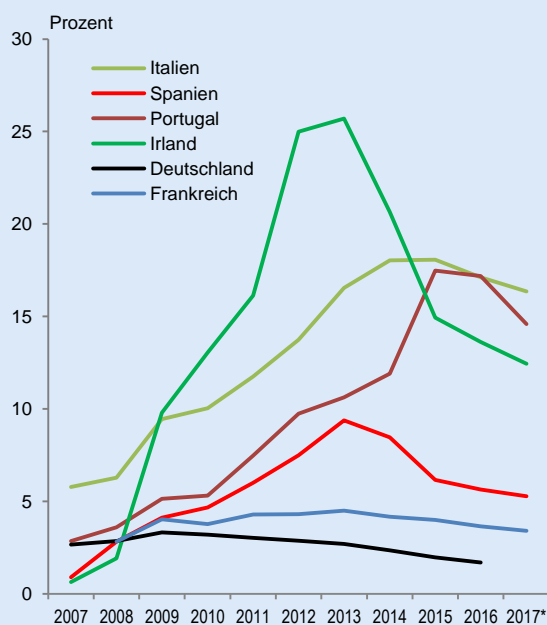
Die Kreditvergabe an Haushalte und Unternehmen lebt auf. Das günstige Finanzierungsumfeld schlug sich zuletzt auch in steigenden Kreditsummen nieder, sodass im Januar die Kredite an private Haushalte 1,7 Prozent und die an nichtfinanzielle Unternehmen 3,7 Prozent über ihren Vorjahreswerten lagen (Abbildung 11). Dazu dürfte beigetragen haben, dass nach der akuten Krisenphase und dem Deleveraging der vergangenen Jahre im europäischen Bankensektor zuletzt etwas Ruhe eingekehrt war, wengleich bei weitem noch nicht alle Probleme gelöst sind. Dies zeigt sich z.B. in den meisten Ländern des Euroraums in einer Reduktion des Anteils notleidender Kredite¹ und einem Anstieg der Eigenkapitalquoten der Banken (Abbildung 12).

Finanzpolitik: Konjunktur und niedrige Zinsen entlasten öffentliche Haushalte weiter

Das Budgetdefizit im Euroraum ist im Jahr 2017 abermals gesunken. In vielen Ländern kam es zu einer zum Teil deutlichen Verbesserung der Haushaltslage. Maßgeblich waren der konjunkturelle Aufschwung und die anhaltende Niedrigzinsphase, die gerade bei den hoch verschuldeten Staaten für sinkende Zinsausgaben sorgten. Zudem sind in einigen Ländern einmalige Belastungen entfallen. Die Finanzpolitik war eher expansiv ausgerichtet.

Frankreich hat das erste Mal seit 2007 das 3-Prozentkriterium des Maastrichtvertrags eingehalten. Ein Sofortprogramm zur Begrenzung der Ausgaben, das im vergangenen Jahr zur Einhaltung des Kriteriums aufgelegt wurde, dürfte Wirkung gezeigt haben. Frankreich ist allerdings weiterhin weit davon entfernt, die Regeln des Fiskalpakts einzuhalten, die einen Abbau der Verschuldung unter 60 Prozent und ein maximales strukturelles Budgetdefizit von 0,5 Prozent vorsehen, beides in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Dennoch ist die Finanzpolitik im laufenden Jahr auf expansivem Kurs. Durch eine Steuerreform werden Unternehmen deutlich entlastet und die Besteuerung von Kapitalerträgen vereinheitlicht. Gleichwohl wird der Budgetsaldo im laufenden und im kommenden Jahr voraussichtlich in etwa stabil bleiben. Zwar ist im Fall der französischen Unternehmensteuerreform mit gewissen Selbstfinanzierungseffekten zu rechnen, die konjunkturelle Grundtendenz dürfte aber den bedeutenderen Anteil daran haben, dass das Budgetdefizit nicht weiter zunimmt. Die Finanzpolitik wird voraussichtlich auch für das Jahr 2019 expansiv ausgerichtet bleiben.

Abbildung 12:
Notleidende Kredite 2007–2017



Jahresdaten, in Prozent aller Kredite.

Quelle: Internationaler Währungsfond: Financial Soundness Indicators; *Daten in 2017: Q3 für Griechenland, Irland, Portugal, Q2 für Frankreich, Italien, Spanien.

¹ Freilich sind die Daten hier mit Vorsicht zu genießen. Insbesondere ist die internationale Vergleichbarkeit nicht gesichert.

Das Budgetdefizit in Italien ist im Jahr 2017 deutlich auf 1,9 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt gesunken. Von Bedeutung dürften hier auch Einmaleffekte gewesen sein, die die Einnahmen des Staates zeitweise erhöhen und auch noch im Jahr 2018 Wirkung entfalten dürften. Das Budgetdefizit wird wohl auch im laufenden Jahr leicht zurückgehen – getragen von der konjunkturellen Erholung und

sinkenden Zinsausgaben. Für das Jahr 2019 ist dann nach dem Wegfall der Einmaleffekte wieder ein steigendes Defizit angelegt, wobei hier mögliche politische Verschiebungen durch den Ausgang der Parlamentswahlen vom 5. März nicht berücksichtigt sind. Der weitere finanzpolitische Kurs des Landes ist in der jetzigen politischen Konstellation nur schwer absehbar. Da trotz der Besserung der Budgetsituation der Schuldenstand in Relation zum Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2017 nahezu unverändert geblieben ist, bestehen die Herausforderungen bezüglich der Stabilität der öffentlichen Haushalte fort (Gern und Stolzenburg 2016).

Die öffentlichen Haushalte in Spanien haben ihre Ausgaben relativ zur Wirtschaftsleistung 2017 deutlich reduziert. Neben den Zinsausgaben sanken auch Sozialausgaben und Arbeitnehmerentgelte der öffentlich Beschäftigten. Dabei ist festzuhalten, dass, während die Zinsausgaben auch absolut gesunken sind, in den meisten anderen Bereichen die Ausgaben zwar stiegen, aber weniger stark als die Wirtschaftsleistung. Insgesamt ist das Budgetdefizit von 4,5 auf 3,2 Prozent in Relation zur Wirtschaftsleistung gesunken. Im laufenden Jahr dürfte das Budgetdefizit weiter sinken, wobei der Ausgabenanstieg weiterhin hinter dem Anstieg des nominalen Bruttoinlandsprodukts zurückbleiben dürfte. Auch wenn die Finanzpolitik wohl keine wesentlichen Maßnahmen ergreifen wird, werden die Ausgaben relativ zur Wirtschaftsleistung wohl weiter sinken. Da sich die Dynamik des nominalen Bruttoinlandsprodukts etwas abflacht, werden die Effekte aber etwas geringer sein als 2017. Für das Jahr 2019 liegen noch keine Haushaltsplanungen vor. Unter der Annahme, dass die Finanzpolitik unverändert bleibt, wird das Budgetdefizit leicht zurückgehen.

Das Budgetdefizit im Euroraum wird im Jahr 2018 weiter sinken. In Relation zum Bruttoinlandsprodukt wird der öffentliche Finanzierungssaldo wohl –1,0 Prozent betragen, nach –1,1 Prozent im Jahr 2017. Im Euroraum ohne Deutschland verbessert sich der Saldo in ähnlichem Umfang von –1,9 Prozent auf –1,8 Prozent (Tabelle 1). Im Jahr 2019 wird sich der Budgetsaldo dann in ähnlichem Ausmaß weiter

Tabelle 1:
Budgetsaldo des Staates im Euroraum 2016–2019

	2016	2017	2018	2019
Deutschland	0,8	1,1	1,1	1,2
Frankreich	-3,4	-2,9	-2,9	-3,0
Italien	-2,5	-1,9	-2,0	-2,0
Spanien	-4,5	-3,2	-2,5	-2,0
Niederlande	0,4	0,7	0,3	0,6
Belgien	-2,5	-1,5	-1,5	-1,5
Österreich	-1,6	-1,0	-1,1	-1,0
Irland	0,5	-1,2	0,5	0,4
Finnland	-1,7	-1,4	-1,6	-1,2
Portugal	-2,0	-1,4	-1,6	-1,3
Griechenland	-0,7	-0,4	-0,1	0,1
Slowakei	-2,2	-1,6	-1,1	-0,4
Luxemburg	1,6	0,5	0,2	0,3
Slowenien	-1,9	-0,8	-0,5	0,3
Litauen	0,3	0,1	0,5	0,6
Lettland	0,0	-0,9	-0,7	-0,9
Estland	-0,3	-0,2	-0,4	-0,4
Zypern	0,5	1,1	1,4	1,8
Malta	1,1	0,9	-0,2	0,0
Euroraum	-1,5	-1,1	-1,0	-0,9
Euroraum ohne Deutschland	-2,5	-1,9	-1,8	-1,7

Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

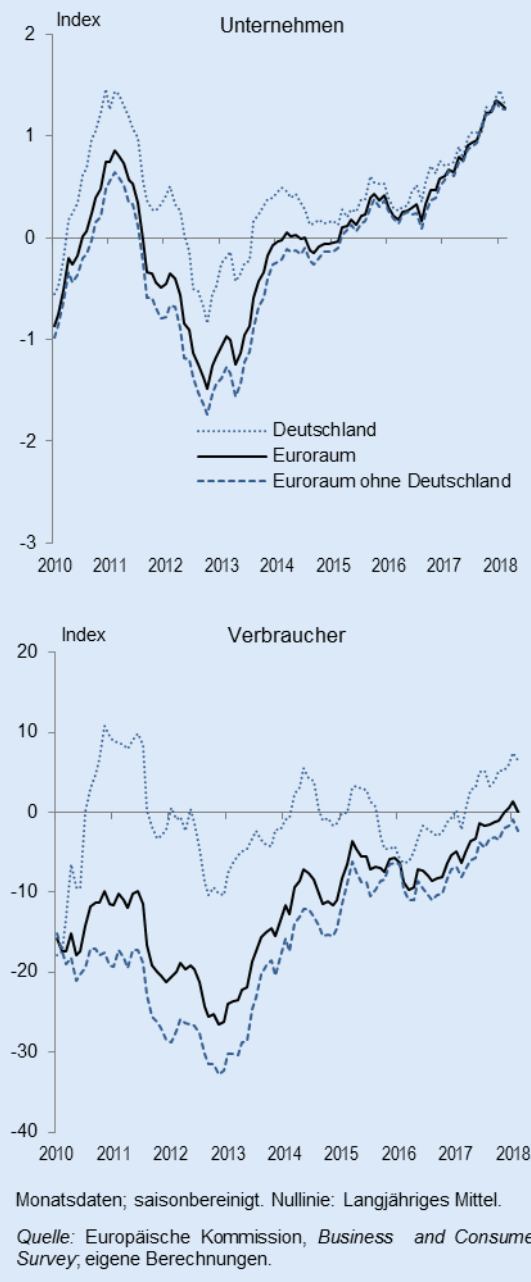
Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

verbessern, sowohl im Euroraum als auch im Euroraum ohne Deutschland. Die Finanzpolitik im Euroraum ist dabei in beiden Jahren leicht expansiv ausgerichtet.

Ausblick: Kräftige Expansion setzt sich fort

Frühindikatoren signalisieren weiterhin eine kräftige Konjunktur im ersten Halbjahr. Die Unternehmenszuversicht, gemessen am „Economic Sentiment Indicator“ (ESI) der Europäischen Kommission, liegt auf einem sehr hohen Niveau, und auch auf der Verbraucherseite hat sich die Stimmung weiter verbessert (Abbildung 13). Dabei zeigen sich die Befragten im übrigen Euroraum gerade auf Unternehmensseite ähnlich optimistisch wie in Deutschland. Der Markit-Einkaufsmanagerindex (PMI) lag im Februar bei 57,5 Punkten und deutet damit weiterhin auf einen kräftigen Produktionsanstieg von mehr als einem halben Prozent je Quartal hin. Der Euroframe-Indikator lässt eine Zuwachsrate von 0,6 Prozent im ersten Quartal erwarten, die sich

Abbildung 13:
Stimmungsindikatoren 2010–2018



allerdings im zweiten Quartal etwas verringert (Euroframe 2018). Der EuroCOIN-Indikator der italienischen Zentralbank lässt für das erste Quartal sogar eine Expansion um rund 0,9 Prozent erwarten. Die Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe haben zudem zum Jahresende 2017 abermals einen Sprung gemacht, und auch die Industrieproduktion im Euroraum hat sich im Jahresverlauf 2017 sichtlich belebt (Abbildung 14). Mit Ausnahme des Januarwerts der Industrieproduktion deuten die Frühindikato-

ren auf eine Fortsetzung des kräftigen Produktionsanstiegs in der ersten Jahreshälfte hin.

Im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums dürfte sich das Expansionstempo leicht verringern. Zum einen liegt die zuletzt verzeichnete Expansionsdynamik deutlich über der geschätzten Potenzialrate, so dass aufgrund der zunehmenden Anspannungen am Arbeitsmarkt und möglicher Kapazitätsengpässe in einigen Ländern eine allmähliche Mäßigung des Expansionstempos zu erwarten ist. Darüber hinaus werden die Impulse aus dem weltwirtschaftlichen Umfeld im Jahr 2019 wohl etwas schwächer ausfallen als zuletzt (Tabelle 2). Gleichzeitig dürfte der Konsum bei einem fortgesetzten Beschäftigungsaufbau und etwas höheren Lohnsteigerungen weiter expandieren, zudem bleibt die Finanzpolitik leicht expansiv ausgerichtet. Auch die Investitionstätigkeit dürfte sich aufgrund des gestiegenen Auslastungsgrades weiter beleben. Insgesamt ist in dieser Prognose ab Jahresmitte 2018 eine leichte Verlangsamung der Zuwächse auf etwa 0,5 Prozent je Quartal angelegt.

Abbildung 14:
Konjunkturindikatoren 2003–2018

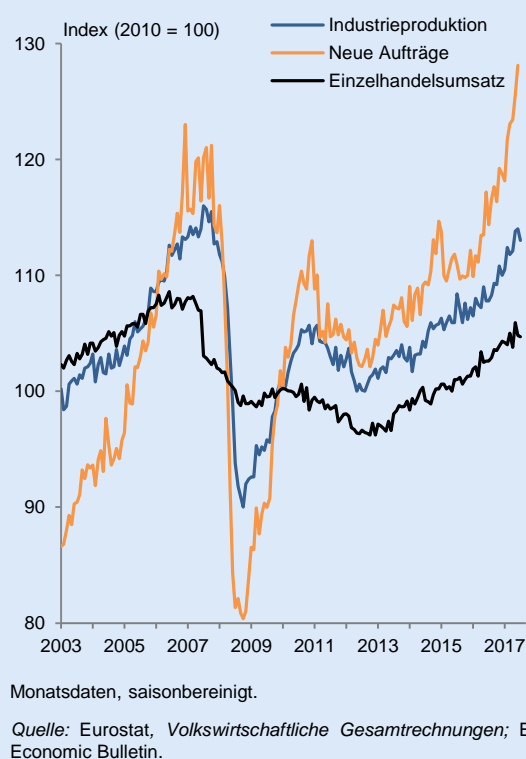


Tabelle 2:
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2017–2019

	2017				2018				2019				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2017	2018	2019
Bruttoinlandsprodukt	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	2,5	2,4	2,1
Inländische Verwendung	0,1	1,0	0,2	0,2	0,6	0,6	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5	1,9	1,9	2,2
Privater Verbrauch	0,5	0,5	0,3	0,2	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	1,7	1,6	1,8
Staatsverbrauch	0,2	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,2	1,6	1,6
Anlageinvestitionen	0,2	1,7	-0,2	0,9	1,3	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,8	0,8	3,1	3,8	3,8
Vorratsänderungen	-0,2	0,2	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,0
Außenbeitrag	0,5	-0,2	0,5	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,6	0,0
Exporte	1,3	1,2	1,6	1,9	1,3	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	5,3	5,6	4,5
Importe	0,2	1,8	0,6	1,1	1,4	1,3	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,1	4,3	4,9	4,8

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.

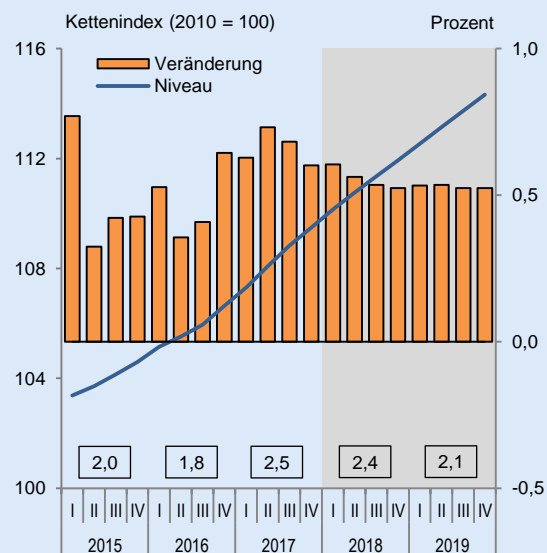
Die Wirtschaftsleistung des Euroraums wird im laufenden Jahr voraussichtlich um 2,4 Prozent expandieren. Im Folgejahr dürfte sich der Produktionsanstieg nur leicht auf 2,1 Prozent verringern (Abbildung 15). Damit haben wir unsere Einschätzung aus der Winterprognose (Gern et al. 2017) für die Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts im Euroraum 2018 und 2019 um jeweils ein Zehntel angehoben. Die Expansionsdynamik im übrigen Euroraum dürfte dabei nur geringfügig schwächer ausfallen als in Deutschland (Abbildung 16).

In Frankreich und Italien dürften die Produktion im Prognosezeitraum unvermindert zunehmen, während sich der Aufschwung in Spanien wohl allmählich abflachen wird. Für einige Länder mit zuletzt sehr hohen Expansionsraten wie Spanien, den Niederlanden, Österreich und Irland rechnen wir im Prognosezeitraum mit einer Mäßigung des Expansions tempos (Tabelle 3). Dagegen dürfte sich der Aufschwung in den größten drei Volkswirtschaften des Euroraums in etwa unvermindert fortsetzen.

Der Preisauftrieb dürfte sich allmählich beschleunigen. Für den Ölpreis der Sorte Brent unterstellen wir, dass sich dieser im Prognosezeitraum ausgehend vom derzeitigen Niveau nur wenig erhöht und im Jahresdurchschnitt 2019 bei rund 68 US-Dollar liegen wird. Zudem unterstellen wir eine Konstanz des Wechselkurses. Bei diesen Annahmen dürfte sich die Teuerungsrate im zweiten Quartal wieder auf etwa

1,5 Prozent beschleunigen. Dafür spricht auch, dass vergleichsweise viele Unternehmen im Verarbeitenden Gewerbe laut Befragungen mit steigenden Verkaufspreisen rechnen, und aktuelle Konsumentenbefragungen zu den erwarteten Preistrends der kommenden 12 Monate bestätigen dieses Ergebnis. Die Kernrate der Inflation dürfte im Prognosezeitraum angesichts

Abbildung 15:
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 2015–2019



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.

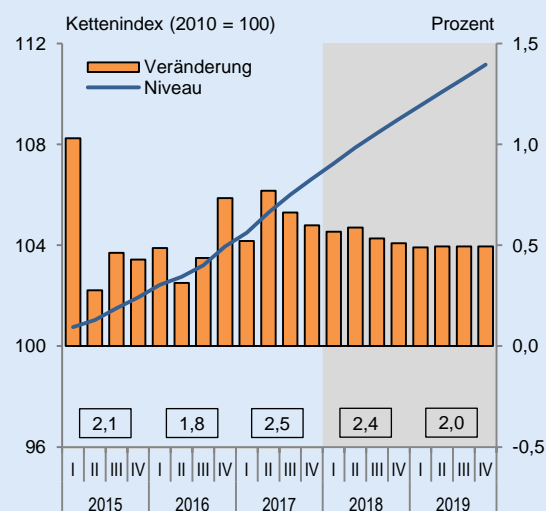
Tabelle 3:
Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Ländern des Euroraums 2017–2019

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Deutschland*	29,2	2,5	2,5	2,4	1,7	1,6	1,8	3,8	3,5	3,2
Frankreich	20,7	2,0	2,2	2,0	1,2	1,4	1,6	9,4	8,7	8,1
Italien	15,5	1,5	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2	11,2	10,8	10,3
Spanien	10,3	3,1	2,8	2,0	2,0	1,5	1,7	17,2	15,8	14,9
Niederlande	6,5	3,2	2,9	2,2	1,3	1,6	1,7	4,9	3,9	3,1
Belgien	3,9	1,7	1,8	1,7	2,2	1,8	1,8	7,2	6,4	6,0
Österreich	3,2	3,1	2,9	2,2	2,2	2,1	2,2	5,5	5,2	4,9
Irland	2,6	7,3	7,2	4,1	0,4	0,4	1,1	6,7	5,3	4,5
Finnland	2,0	3,0	2,4	2,3	0,8	1,1	1,3	8,6	8,4	8,3
Portugal	1,7	2,7	2,1	1,8	1,6	1,3	1,5	9,0	7,4	6,3
Griechenland	1,6	1,3	2,0	2,6	1,1	0,8	1,1	21,5	19,8	18,0
Slowakei	0,8	3,4	4,0	3,9	1,4	2,4	2,7	8,1	6,5	5,4
Luxemburg	0,5	2,9	3,8	3,2	2,1	1,6	2,0	5,6	5,3	5,0
Slowenien	0,4	5,4	5,0	3,5	1,6	1,8	2,1	6,8	5,5	4,5
Litauen	0,4	3,8	4,1	3,8	3,7	3,6	3,9	7,1	6,7	6,3
Lettland	0,2	5,0	4,3	4,0	2,9	2,3	3,0	8,7	7,9	7,1
Estland	0,2	4,8	4,8	3,7	3,7	3,6	3,9	5,8	5,2	4,8
Zypern	0,2	3,9	4,1	3,3	0,7	0,1	1,0	11,1	9,1	7,6
Malta	0,1	6,6	4,5	3,8	1,3	1,4	2,0	4,0	3,2	2,7
Euroraum	100,0	2,5	2,4	2,1	1,5	1,5	1,6	9,1	8,4	7,8
Euroraum ohne Deutschland	70,8	2,5	2,4	2,0	1,5	1,4	1,6	11,0	10,1	9,4

Gewicht: auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2016 (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 von denen im Deutschland-Konjunkturbericht ab, da dort die 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 16:
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum ohne Deutschland 2015–2019



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.

der guten Konjunktur und stellenweise zunehmender Kapazitätsengpässe von derzeit 1,2 Prozent auf gut eineinhalb Prozent klettern. Somit wird sie sich allmählich dem Zielbereich der Europäischen Zentralbank von „nahe, aber unter zwei Prozent“ annähern, wenn auch langsam. Insgesamt werden die Verbraucherpreise im Durchschnitt der Jahre 2018 und 2019 voraussichtlich um 1,5 Prozent bzw. 1,6 Prozent gegenüber dem Vorjahr steigen.

Die Arbeitslosigkeit wird im Prognosezeitraum weiter zurückgehen. Die Arbeitslosenquote dürfte auf 7,8 Prozent der Erwerbspersonen im Durchschnitt des kommenden Jahres zurückgehen. Damit wäre die Arbeitslosenquote nicht mehr weit von ihrem historischen Tiefstwert des Jahres 2007 entfernt (7,5 Prozent). Im Euroraum ohne Deutschland geht die Rate sukzessive auf 9,4 Prozent im Jahr 2019 zurück. Dieser Wert liegt freilich noch spürbar über dem historischen Tiefstwert des Jahres 2007 von gut 7 Prozent.

Literatur

- Ademmer, E., Boeing-Reicher, C., Boysen-Hogrefe, J., Gern, K., Stolzenburg, U. (2016). Euro-area fiscal stance: definition, implementation and democratic legitimacy. In-Depth-Analysis, European Parliament Briefing Paper, Provided in advance of the Economic Dialogue with the President of the Eurogroup.
- Ademmer, M., J. Boysen-Hogrefe, S. Fiedler, K.-J. Gern, D. Groll, P. Hauber, N. Jannsen, S. Kooths, G. Potjagailo und U. Stolzenburg (2017). Mittelfristprojektion für Deutschland: Wachstum verlangsamt sich, Konjunktur kühlt ab. Kieler Konjunkturberichte Nr. 42 (2018|1). Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Banco de Espana (2017). The economic impact of the political tensions in Catalonia. *Economic Bulletin* 4/2017: Box 3.
- Blanchard, O., E. Cerutti und L. Summers (2015). Inflation and activity – two explorations and their monetary policy implications. NBER Working Papers 21726. Cambridge, MA.
- Bussière, M., G. Callegari, F. Ghironi, G. Sestieri and N. Yamano (2013). Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008–2009. *American Economic Journal: Macroeconomics, American Economic Association* 5 (3): 118–151.
- Dabla-Norris, E., P. Dallari und T. Poghosyan. (2017). Fiscal Spillovers in the Euro Area: Letting the Data Speak. IMF Working Paper 17/241. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Deutsche Bundesbank (2017). Zur Bedeutung außen- und binnenwirtschaftlicher Impulse für den konjunkturellen Aufschwung im Euroraum. *Monatsbericht* 69 (8): 19–21.
- Euroframe (2017). Euro Growth Indicator. Via Internet (3. März 2018) <<http://euroframe.org/Indicator.html>>.
- Euro Growth Indicator. Via Internet (3. März 2018) <<http://euroframe.org/Indicator.html>>.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2015). A survey-based measure of slack for the euro area. *ECB Economic Bulletin* 6/2015: Box 6.
- Fiedler, S., S. Kooths und U. Stolzenburg (2017). TARGET (Im-)Balances at Record Level: Should We Worry? In-Depth Analysis prepared for the Monetary Dialogue of the European Parliament. November. Via Internet (15. März 2018) <http://www.europarl.europa.eu/cmsdata/131942/MD%20Kiel%20formatted_FINAL%20publication.pdf>.
- Fiedler, S., N. Jannsen und U. Stolzenburg (2018). An economic recovery with little signs of inflation acceleration: Transitory phenomenon or evidence of a structural change? Briefing Paper für das Europäische Parlament. Februar. Via Internet (8. März 2018) <<http://www.europarl.europa.eu/cmsdata/138405/MD%20KIEL%20final.pdf>>.
- Gern, K.-J., P. Hauber, J. Hinz, S. Kooths und U. Stolzenburg (2017). Weltwirtschaft weiter im Aufschwung. Kieler Konjunkturberichte 37 (2017|Q4). Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- IWF (Internationaler Währungsfonds) (2017). Fiscal Spillovers in the Euro Area: Letting the Data Speak. Dabla-Norris, E., P. Dallari, T. Poghosyan. IMF Working Paper 17/241. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Jannsen, N., Potjagailo, G., Wolters, M. (2015). Monetary Policy during Financial Crises: Is the Transmission Mechanism Impaired?. Kiel Working Papers, No. 2005, Kiel Institute for the World Economy, Kiel, 39pp.
- Kranendonk, H., und J. Verbruggen (2008). Decomposition of GDP growth in some European countries and the United States. *De Economist* 156 (3): 295–306.
- Leontief, W.W. (1941). The structure of American economy 1919-29: An empirical application of equilibrium analysis. Cambridge, MA.