

KIELER KONJUNKTUR- BERICHTE

Konjunktur im Euroraum im Herbst 2018

Abgeschlossen am 5. September 2018



Nr. 46 (2018|Q3)

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

INHALTSVERZEICHNIS

Konjunktur im Euroraum: Runter von der Überholspur

Zyklusbild: Produktionskapazitäten gut ausgelastet.....	5
Zur Lage in den Mitgliedsländern.....	6
Arbeitsmarkt: Sinkende Arbeitslosigkeit, anziehende Löhne.....	8
Geldpolitik hält ihren Kurs – Finanzierungsbedingungen attraktiv.....	9
Geplante Finanzpolitik in Italien und Spanien zu expansiv.....	10
Ausblick: Expansion vorerst wieder etwas kräftiger.....	13
Literatur.....	18
<i>Kasten 1:</i> <i>Zur Beendigung des dritten Hilfsprogramms für Griechenland.....</i>	<i>12</i>

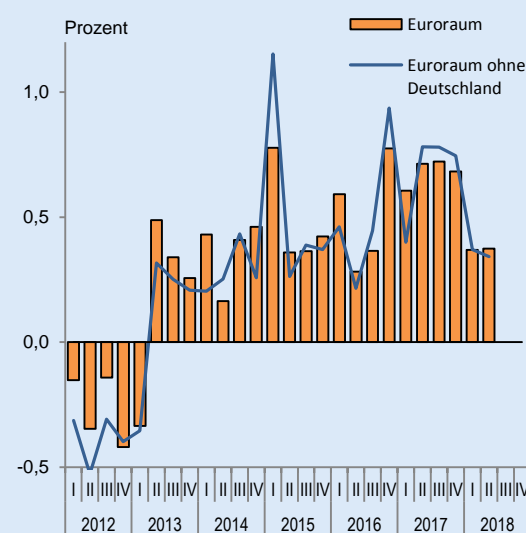
KONJUNKTUR IM EURORAUM: RUNTER VON DER ÜBERHOLSPUR

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

Die Wirtschaft im Euroraum hat seit Jahresbeginn an Schwung verloren. Die Verlangsamung ist auf länderspezifische temporäre Faktoren und auf eine Schwächephase des Welthandels im ersten Halbjahr zurückzuführen. Die Rahmenbedingungen für eine Fortsetzung des Aufschwungs sind aber weiterhin günstig: So wird die Konjunktur auch zukünftig durch niedrige Zinsen und eine leicht expansive Finanzpolitik unterstützt, und viele Frühindikatoren sprechen für eine fortgesetzte Ausweitung der Produktion, wenn auch in moderaterem Tempo als im Vorjahr. Im laufenden Jahr dürfte das Bruttoinlandsprodukt um 2,1 Prozent expandieren; in den kommenden beiden Jahren wird sich die Expansionsrate wohl leicht auf 1,9 Prozent (2019) und 1,7 Prozent (2020) verringern. Die Produktionskapazitäten im Euroraum sind laut aktueller Potenzialschätzungen bereits leicht über normal ausgelastet, und die Produktionslücke wird sich im Prognosezeitraum allmählich weiter öffnen. Die Arbeitslosenquote ist rückläufig und dürfte im Jahr 2020 den Tiefststand von vor der globalen Finanzkrise unterschreiten, was in vielen Ländern zu Anspannungen am Arbeitsmarkt führen wird. Die Lohndynamik im Euroraum zeigte zuletzt bereits einen klaren Aufwärtstrend, und die Verbraucherpreisinflation dürfte in den Jahren 2018 bis 2020 bei jeweils 1,7 Prozent liegen. Hierbei wird der Einfluss der zuletzt gestiegenen Energiepreise im Verlauf des Prognosezeitraums annahmegemäß auslaufen, während der zugrunde liegende Preisauftrieb im Gegenzug sukzessive zulegen wird. Bedeutende Abwärtsrisiken für diese Prognose bestehen in einer weiteren Zuspitzung der internationalen Handelskonflikte, einem Einbruch der Konjunkturdynamik in wichtigen Handelspartnerländern, einem Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union ohne Einigung auf ein kooperatives Handelsregime, sowie einer gegenüber den europäischen Partnern unkooperativen Regierung in Italien, insbesondere wenn der Druck der Finanzmärkte weiter zunimmt und Zweifel am Zusammenhalt der Währungsunion zurückkehren sollten.

Die Wirtschaft im Euroraum hat im ersten Halbjahr 2018 spürbar an Dynamik eingebüßt. Nach fünf Quartalen kräftiger Expansion von etwa 0,7 Prozent je Quartal zwischen Herbst des Jahres 2016 und Ende 2017 hat die Konjunktur wieder einen Gang zurück geschaltet. Die gesamtwirtschaftliche Produktion ist in den ersten beiden Quartalen nur noch mit jeweils 0,4 Prozent gestiegen (Abbildung 1). Zwar war ohnehin erwartet worden, dass die hohen Expansionsraten des Vorjahrs nicht dauerhaft durchzuhalten sein würden, allerdings kam die Verlangsamung überraschend plötzlich.

Abbildung 1:
Bruttoinlandsprodukt 2012–2018



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

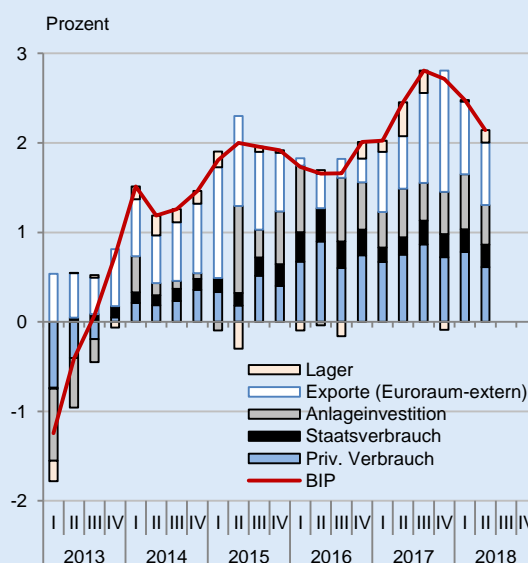
Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen.

Verschiedene länderspezifische temporäre Faktoren und ein schwacher Welthandel haben die Konjunktur im ersten Halbjahr beeinträchtigt. Zu den dämpfenden Sonderfaktoren zählten ausgedehnte Streiks (Frankreich), eine ungewöhnlich starke Grippewelle (Deutschland) und eine ungewöhnlich kalte Witterung im ersten Quartal (Europäische Kommission 2018). Hinzu kam, dass die starken Impulse aus dem internationalen Umfeld, die im Verlauf des Jahres 2017 den kräftigen Aufschwung im Euroraum begünstigt hatten (Boysen-Hogrefe et al. 2018), ausgeblieben sind. So war der zuvor sehr lebendige Welthandel nach dem Jahreswechsel zeitweilig sogar leicht rückläufig und hat bis zur Jahresmitte noch nicht wieder an Fahrt aufgenommen. Parallel dazu dürften die Diskussionen um eine mögliche Eskalation der globalen Handelskonflikte den wirtschaftlichen Ausblick vieler Akteure auch in Europa eingetrübt haben. So war das erste Halbjahr aus konjunktureller Sicht überwiegend von negativen Überraschungen geprägt: Export- und Produktionszahlen blieben hinter den Erwartungen zurück, und zahlreiche Konjunkturindikatoren, die bis zum Jahresende 2017 zum Teil auf Rekordstände geklettert waren, gingen sichtbar zurück.

Die konjunkturelle Abschwächung geht auch auf geringere außenwirtschaftliche Impulse zurück. Eine Zerlegung in importbereinigte Expansionsbeiträge zeigt, dass die Binnenwirtschaft in der ersten Jahreshälfte kaum vermindert zur Expansion des Bruttoinlandsprodukts beigetragen hat, aber der Beitrag der Exporte geschrumpft ist (Abbildung 2).¹ Die konjunkturelle Belebung im Vorjahr kann maßgeblich den in dieser Phase stärkeren Impulsen aus dem weltwirtschaftlichen Umfeld zugeschrieben werden; spiegelbildlich kann die Verlangsamung der Expansion im ersten Halbjahr 2018 zum Teil

mit dem Ausbleiben dieser Impulse erklärt werden. Ein Blick auf die Entstehungsseite offenbart, dass die Wertschöpfung im eher handelsintensiven Verarbeitenden Gewerbe im ersten Quartal in allen großen Ländern zurückgegangen ist, nach starken Zuwächsen im Vorjahr. Für das zweite Quartal zeichnet sich nach vorliegenden Daten aus einigen großen Mitgliedsländern eine Seitwärtsbewegung bei der industriellen Aktivität ab.

Abbildung 2:
Importbereinigte Beiträge zur Expansion des Bruttoinlandsprodukts im Euroraum (YOY) 2013–2018



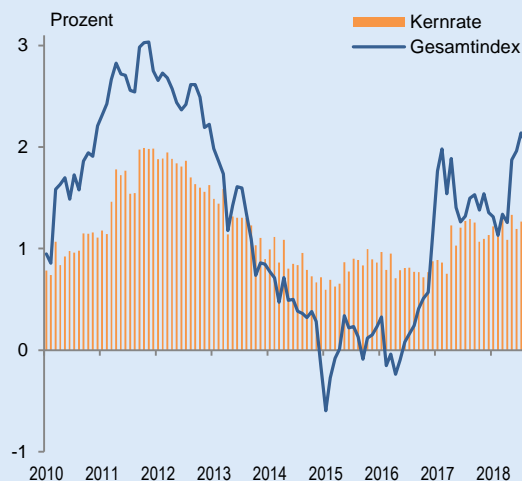
Quartalsdaten, Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; Internationaler Währungsfonds, Direction of Trade Statistics, Eurostat, Symmetrische Input-Output-Tabellen; eigene Berechnungen.

Die Verbraucherpreisinflation hat aufgrund gestiegener Energiepreise zuletzt spürbar angezogen. Im August lagen die harmonisierten Verbraucherpreise 2 Prozent über ihrem Vorjahreswert (Abbildung 3). Ein wesentlicher Treiber des jüngsten Anstiegs war die Energiekomponente, da der in Euro ausgedrückte Ölpreis derzeit deutlich über seinem Vorjahreswert lag. Die Kernrate der Inflation, die Preisänderungen von Energie und unverarbeiteten Lebensmitteln ausblendet, lag in den vergangenen Monaten weitgehend stabil bei rund 1,2 Prozent.

¹ Bei der Zerlegung des Zuwachses des Bruttoinlandsprodukts in heimische Absorption und Außenbeitrag werden die Exporte typischerweise vollständig mit den Importen verrechnet. Diese Praxis ist jedoch irreführend, denn nicht nur die Exporte, sondern sämtliche Verwendungskomponenten weisen einen Importgehalt auf. Dies kann im Rahmen der verwendungsseitigen Zerlegung der Expansionsrate durch eine Importbereinigung berücksichtigt werden (Kranendonk und Verbruggen 2008; Stolzenburg 2018: IfW-Box 2018.1).

Abbildung 3:
Verbraucherpreise 2010–2018



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

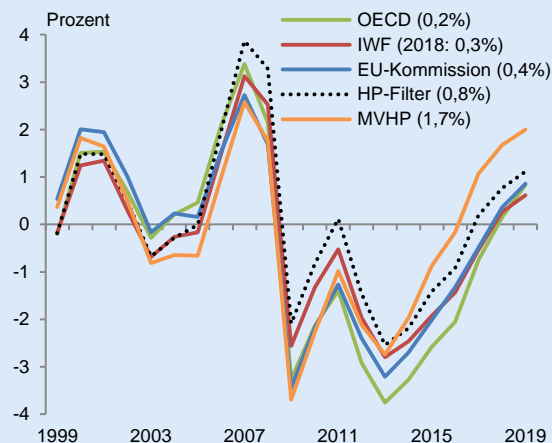
Quelle: Europäische Zentralbank, Monatsbericht.

Zyklusbild: Produktionskapazitäten gut ausgelastet

Potenzialschätzungen für den Euroraum zeigen eine leichte Überauslastung an. Nach jüngsten Schätzungen des Internationalen Währungsfonds, der Europäischen Kommission und der OECD liegt die Produktionslücke im laufenden Jahr mit 0,2 Prozent bis 0,4 Prozent leicht im positiven Bereich (Abbildung 4). Demnach sind die gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten im Durchschnitt der Währungsunion in etwa normal ausgelastet. Glättet man den Verlauf des Bruttoinlandsprodukts im Euroraum – verlängert bis 2020 durch die hier vorgelegte Kurzfristprognose – mit einem einfachen HP-Filter, so liegt die Produktionslücke im laufenden Jahr bei 0,8 Prozent. Auf eine bereits etwas weiter geöffnete Produktionslücke deuten Glättungsverfahren hin, die durch geeignete zyklische Variablen unterstützt werden (EZB 2015; Ademmer et al. 2018: [IfW-Box 2018.7](#)). Unter Berücksichtigung der Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe erreicht die Produktionslücke im laufenden Jahr bereits 1,7 Prozent, was eine deutliche Überauslastung der Produktionskapazitäten nahelegen würde. Die von uns prognostizierten Expansionsraten bis ins Jahr 2020 liegen zudem leicht über dem

geschätzten Potenzialwachstum, sodass sich die Produktionslücke allmählich weiter öffnet.

Abbildung 4:
Produktionslücke im Euroraum 1999–2019



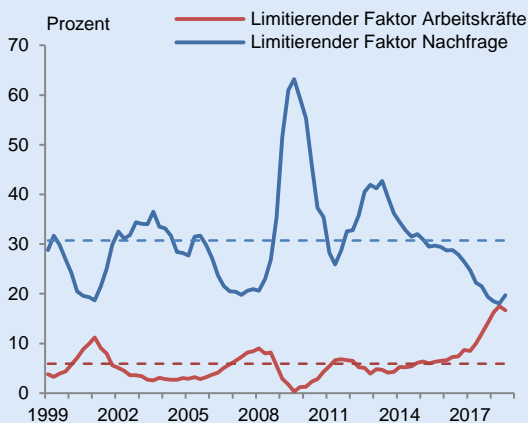
Jahresdaten. In Klammern: Schätzung der Produktionslücke für das Jahr 2018. HP-Filter mit $\lambda=100$ und eigener Prognose für 2018 bis 2020. MVHP: Multivariater HP-Filter mit der Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe als zusätzlicher zyklischer Variable.

Quellen: Internationaler Währungsfonds, WEO; OECD, *Economic Outlook*; Europäische Kommission, *Frühjahrsprognose 2018* sowie *Industry Survey*; Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen.

Laut Unternehmensbefragungen gibt es zunehmende Hinweise auf Kapazitätsengpässe. So ist der Anteil der Unternehmen, deren Produktion durch einen Mangel an geeigneten Arbeitskräften beschränkt wird, zwar zuletzt nicht weiter gestiegen, liegt aber nach wie vor auf einem historisch äußerst hohen Niveau (Abbildung 5). Auch der Anteil der Unternehmen, deren Produktion durch einen Nachfragemangel beschränkt war, ist in allen Ländern deutlich zurückgegangen und liegt mit wenigen Ausnahmen unter dem langjährigen Durchschnitt. Die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe liegt wiederum weit über dem langjährigen Durchschnitt, wenngleich sie im Verlauf des Jahres 2018 geringfügig zurückgegangen ist. Insgesamt ist der Auslastungsgrad den Unternehmensbefragungen zufolge höher, als die geschätzten Produktionslücken der internationalen Institutionen vermuten lassen. Die etwas langsamere konjunkturelle Gangart des ersten Halbjahrs 2018 kann somit auch als ein Tribut an zunehmende Engpässe bei den Pro-

duktionskapazitäten in einigen Bereichen und Ländern interpretiert werden.

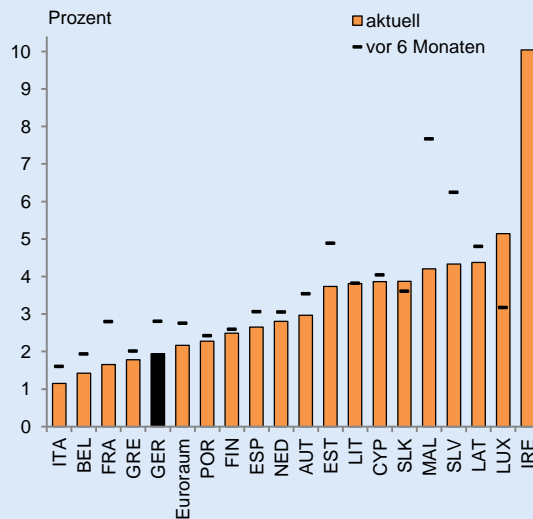
Abbildung 5:
Limitierende Faktoren für die Produktion 1999–2018



Quartalsdaten. Limitierender Faktor: Anzahl der Unternehmen, die einen Faktor als limitierend für die eigene Produktion ansehen. Gestrichelte Linien: Mittelwerte seit 1999.

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

Abbildung 6:
Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts im Vergleich zum Vorjahresquartal



Quartalsdaten; preis-, kalender- und saisonbereinigt. Veränderung des Bruttoinlandsprodukts im zweiten Quartal 2018 gegenüber dem Vorjahresquartal. Irland, Luxemburg und Malta: basierend auf Q1. Vor 6 Monaten: Q4 2017 gegenüber Vorjahresquartal.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen.

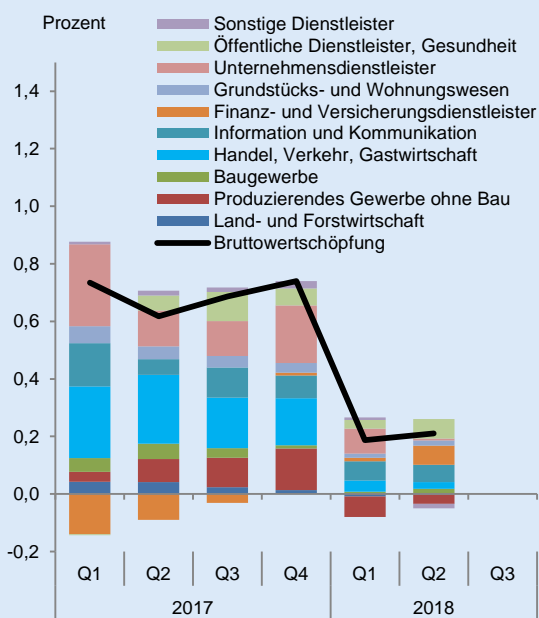
Zur Lage in den Mitgliedsländern

Die wirtschaftliche Expansion steht weiterhin auf einem breiten Länderfundament, hat vielerorts aber an Schwung verloren. Die Produktion ist im Vergleich zum Vorjahresquartal in allen Mitgliedsländern ausgeweitet worden (Abbildung 6). Das Expansionstempo hat zuletzt aber vielerorts nachgelassen, nachdem es im Laufe des Jahres 2017 deutlich an Fahrt aufgenommen hatte. Gerade bei den größeren Volkswirtschaften Deutschland, Frankreich und Italien hat die konjunkturelle Dynamik zum Teil spürbar nachgelassen. In Frankreich liegt die Expansionsrate auf Jahressicht nach zwei schwachen Quartalen nur noch bei 1,7 Prozent, beim Schlusslicht Italien ist sie auf 1,1 Prozent zurückgefallen. In Spanien deutet sich eine allmähliche Verlangsamung der starken Expansion an. Die Erholung in Griechenland hat sich derweil fortgesetzt, sie bleibt aber bislang moderat. Weiter kräftig war der verzeichnete Produktionsanstieg in einigen mittel- und osteuropäischen Ländern sowie in Irland. Im Durchschnitt expandierte die Wirtschaft im Euroraum über die vergangenen vier Quartale mit 2,2 Prozent.

Die Wirtschaft in Frankreich ist vorübergehend aus dem Tritt geraten. Die gesamtwirtschaftliche Produktion weitete sich in den ersten zwei Quartalen des laufenden Jahres nur mit knapp 0,2 Prozent aus, nachdem sie zuvor 6 Quartale in Folge mit kräftigen Raten von rund 0,6 Prozent je Quartal expandiert hatte. Verwendungsseitig war in der ersten Jahreshälfte zum einen der private Verbrauch sehr verhalten, zum anderen lieferte der Export im Vergleich zum Vorjahr spürbar weniger Impulse für eine Produktionsausweitung. Ein Blick auf die Bruttowertschöpfung nach Wirtschaftsbereichen zeigt, dass die Aktivität im handelsintensiven Verarbeitenden Gewerbe in den ersten beiden Quartalen zurückgegangen ist (Abbildung 7). Zudem hat sich die Dynamik in den Bereichen Handel, Verkehr und Gastwirtschaft sowie bei den Unternehmensdienstleistern sichtbar abgeschwächt. Hintergrund dürften hier nicht zuletzt auch die ausgedehnten Streiks im Transportsektor vom Frühjahr gewesen sein. Nichtsdestotrotz haben sich sowohl die Unternehmenszuversicht, gemessen am Economic Sentiment Indicator der Europäischen Kommission, als auch der Markt-Einkaufsmanagerindex nach

leichten Rückgängen zuletzt auf recht hohem Niveau stabilisiert. Wir rechnen in der zweiten Jahreshälfte wieder mit einer etwas kräftigeren Expansion.

Abbildung 7:
Frankreich: Entwicklung der Bruttowertschöpfung nach Wirtschaftsbereichen 2017–2018



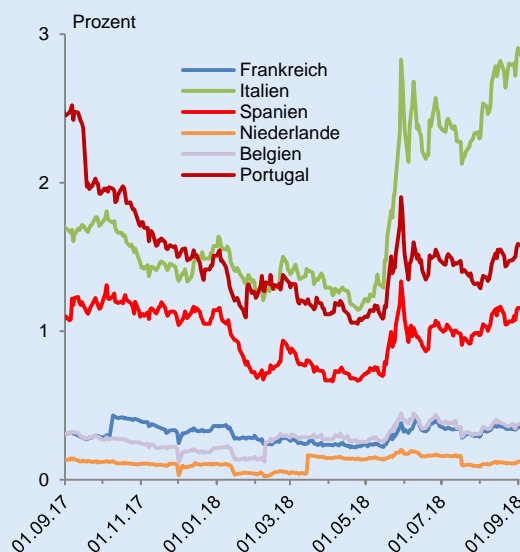
Quartalsdaten, Veränderung gegenüber dem Vorquartal.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen.

Eine wieder schwächere Konjunktur und steigende Risikoaufschläge auf Staatsanleihen setzen Italiens neue Regierung unter Druck. Die Konjunktur hatte im Jahr 2017 zwischenzeitlich von der Belebung des internationalen Umfelds profitiert (Boysen-Hogrefe et al. 2018). Mit nachlassendem Rückenwind von außen und demzufolge enttäuschenden Exportzahlen im ersten Halbjahr ist sie inzwischen aber wieder zurückgefallen in ein eher schleppendes Expansionstempo. Die neue Regierung musste daher bereits ihre Wachstumsprognosen revidieren, mit entsprechenden Folgen für die anstehende Budgetplanung. Hinzu kommt, dass Investoren die neue politische Konstellation, gebildet aus Fünf-Sterne-Bewegung und Lega, sowie ihre wirtschaftspolitischen Pläne offenbar überwiegend kritisch bewerten. So sind die Zinsaufschläge Italiens für Anleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit drastisch gestiegen, seit sich das neue Regierungsbündnis ange-

bahnt hatte (Abbildung 8). Die Umschuldung auslaufender Anleihen wird dadurch spürbar teurer und verringert den ohnehin begrenzten Haushaltsspielraum, um teure Wahlversprechen umzusetzen, ohne die getroffenen Vereinbarungen mit der Europäischen Kommission im Hinblick auf Budgetziele allzu deutlich zu verfehlen. Bei einer offenen Verweigerungshaltung der Regierung gegenüber vereinbarten Fiskalregeln besteht die Gefahr, die Finanzmärkte weiter zu verunsichern.

Abbildung 8:
Zinsaufschlag gegenüber deutschen Staatsanleihen 2017–2018



Tagesdaten, Renditedifferenz von Staatsanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit gegenüber Deutschland..

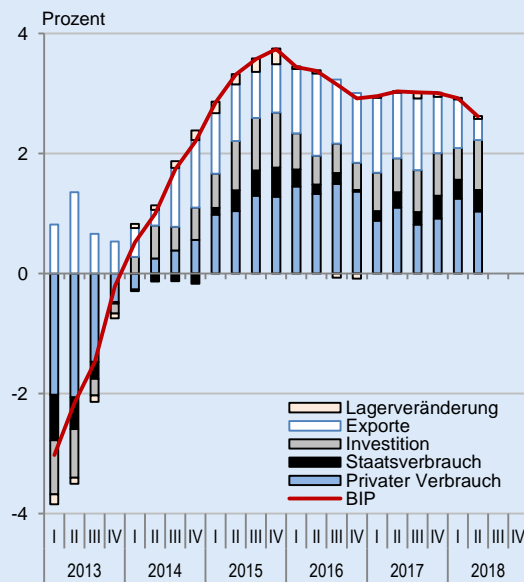
Quelle: Thomson Reuters Eikon.

Die Anzeichen für eine Verlangsamung der Expansion in Spanien verdichten sich. Im Vorjahresvergleich expandierte die gesamtwirtschaftliche Produktion mit 2,7 Prozent, nachdem diese Rate einige Jahre stabil bei über 3 Prozent gelegen hatte. Dabei ist der (importbereinigte) Expansionsbeitrag der Exporte zuletzt geringer geworden (Abbildung 9). Die Stimmung bei den Unternehmen hat sich – wie in anderen Ländern auch – etwas eingetrübt, liegt aber laut „Economic Sentiment Indicator“ immer noch auf einem hohen Niveau. Der Einkaufsmanagerindex in Spanien ist allerdings im Juli empfindlich eingebrochen, hat sich im August

nicht wesentlich erholt und lässt für sich genommen nur noch moderate Expansionsraten erwarten. Der lang anhaltende, kräftige Aufschwung in Spanien dürfte sich im Prognosezeitraum allmählich abflachen. Die neue Regierung hat inzwischen neue Ausgaben angekündigt und ist bereit, gegenüber den bisherigen Planungen ein höheres Haushaltsdefizit in Kauf zu nehmen, konnte sich aber mangels eigener Mehrheit im Parlament bislang nicht durchsetzen. Denkbar ist, dass in absehbarer Zeit abermals vorgezogene Neuwahlen nötig sein werden, um eine entscheidungsfähige Regierung ins Amt zu bringen.

weise hoch ist die Arbeitslosenquote immer noch in Frankreich, Italien, Spanien und Griechenland. In Frankreich gab es eine Seitwärtsbewegung (gut 9 Prozent), in Italien fiel die Arbeitslosenquote zuletzt auf 10,4 Prozent (Juli), und in Spanien und Griechenland setzte sich der Trend spürbar zurückgehender Arbeitslosigkeit fort. In anderen Ländern liegt die Arbeitslosenquote hingegen bereits in der Nähe historischer Tiefststände, und sogar in den ehemaligen Programmländern Portugal und Irland ist das Niveau von vor der Finanzkrise inzwischen unterschritten. Mit der Fortsetzung des Aufschwungs dürfte sich die Lage am Arbeitsmarkt weiter verbessern, und in einigen Ländern werden Anspannungen aufgrund fehlender qualifizierter Arbeitskräfte wohl zunehmen. Der Beschäftigungsaufbau stößt demzufolge mehr und mehr an Grenzen und wird sich in einigen Ländern abflachen.

Abbildung 9:
Importbereinigte Beiträge zur Expansion des Bruttoinlandsprodukts (YOY), Spanien 2013–2018

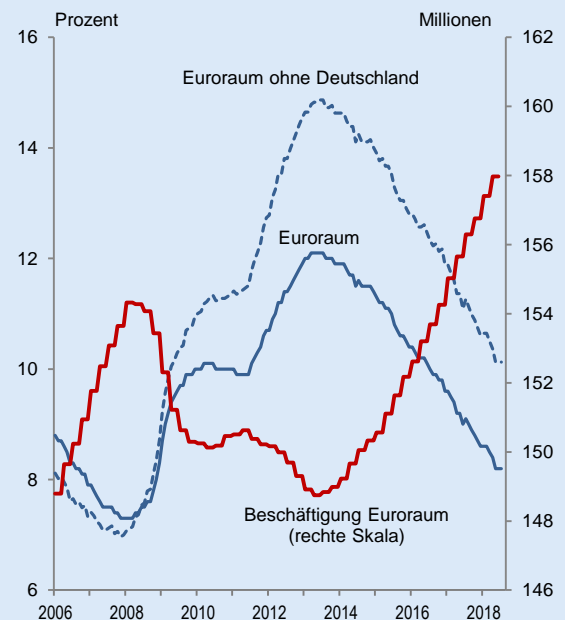


Quartalsdaten, Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal.
Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; Eurostat, Symmetrische Input-Output-Tabellen; eigene Berechnungen.

Arbeitsmarkt: Sinkende Arbeitslosigkeit, anziehende Löhne

Die Arbeitslosenquote im Euroraum ist weiter rückläufig. Bis zum Juli ist sie auf 8,2 Prozent (ohne Deutschland: 10,2 Prozent) gefallen (Abbildung 10). Parallel dazu stieg die Beschäftigung zuletzt um gut zwei Millionen (oder 1,4 Prozent) innerhalb eines Jahres. Vergleichs-

Abbildung 10:
Arbeitslosenquote und Beschäftigung 2006–2018

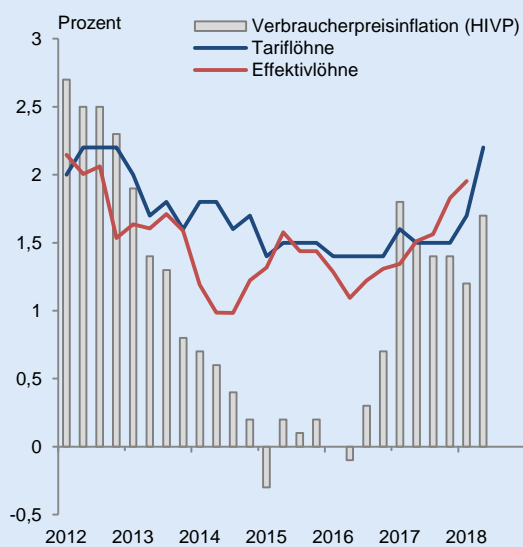


Monatsdaten, saisonbereinigt.
Quelle: Eurostat, Arbeitsmarktstatistik; eigene Berechnungen.

Die Lohndynamik zieht spürbar an. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer nahm im ersten Quartal 2018 (jüngere Zahlen liegen noch nicht vor) um 1,9 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal zu (Abbildung 11). Die allge-

meine Lohndynamik im Euroraum hat sich damit in den zurückliegenden Quartalen bereits sukzessive um einige Zehntel beschleunigt. Die Tarifverdienste, welche bereits bis zum zweiten Quartal 2018 vorliegen, zogen mit 2,2 Prozent zuletzt deutlich an. Die steigenden Lohnzuwächse spiegeln die in einigen Ländern zunehmende Arbeitskräfteknappheit wider, zudem wird in Lohnverhandlungen üblicherweise die Teuerungsrate der jüngeren Vergangenheit berücksichtigt – im Jahr 2017 lagen die Verbraucherpreise 1,5 Prozent höher als im Vorjahr, nachdem sie in den Jahren 2015 und 2016 nahezu unverändert geblieben waren. Angesichts weiterhin rückläufiger Arbeitslosenquoten und stabilen Teuerungsraten dürften sich die Löhne auch zukünftig dynamischer entwickeln als in den Vorjahren, insbesondere in Ländern mit niedriger Arbeitslosigkeit.

Abbildung 11:
Lohnentwicklung im Euroraum 2012–2018



Quartalsdaten; Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal.

Quelle: Europäische Zentralbank, Monatsbericht, eigene Berechnungen.

Geldpolitik hält ihren Kurs – Finanzierungsbedingungen attraktiv

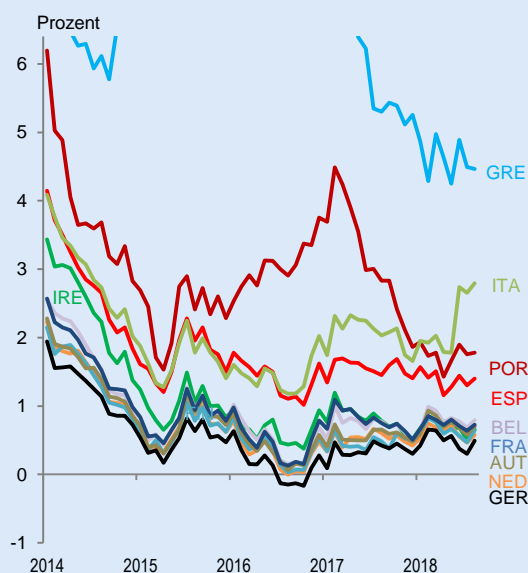
Die Europäische Zentralbank (EZB) kündigte den erwarteten Ausstieg aus ihrem Anleihekaufprogramm an. Noch bis Ende September

wird das Eurosystem netto Wertpapiere im monatlichen Umfang von 30 Mrd. Euro erwerben. Danach sollen die Nettokäufe auf 15 Mrd. Euro im Monat gesenkt werden, bevor sie mit Ablauf des Jahres 2018 ganz eingestellt werden. Rückflüsse aus fällig werdenden Anleihen sollen aber auch danach noch für längere Zeit reinvestiert werden. Die Leitzinsen blieben weiterhin unverändert: Der Einlagesatz beträgt -0,4 Prozent, der Hauptrefinanzierungssatz 0 Prozent und der Spitzenrefinanzierungssatz 0,25 Prozent. Mit einem ersten Zinsschritt ist frühestens im Herbst des kommenden Jahres zu rechnen. Auch für das Jahr 2020 gehen wir davon aus, dass die EZB die Leitzinsen nur allmählich anheben wird. Für den Fall, dass zukünftige Daten zur Inflationsentwicklung unerwartet schwach ausfallen sollten, kündigte die EZB die Bereitschaft an, die Kaufprogramme bzw. die Niedrigzinsphase wenn nötig zu verlängern.

Die Finanzierungsbedingungen bleiben günstig. Ende Mai kam es im Zuge der Regierungsbildung in Italien zu einem sprunghaften Anstieg der Zinsen auf italienische Staatsanleihen. Der Zinsabstand gegenüber zehnjährigen Bundesanleihen beträgt für Italien derzeit rund drei Prozentpunkte und ist damit in etwa doppelt so hoch wie vor Beginn dieser Episode. In abgeschwächter Form wirkten sich diese Turbulenzen auch in anderen Ländern des Euroraums aus, eine Ansteckungskrise blieb jedoch bislang aus (Abbildung 12). Hierzu dürfte neben der verbesserten wirtschaftlichen Situation in vielen Mitgliedsstaaten auch beigetragen haben, dass die Wertpapierkäufe der EZB sowie die Existenz von Rettungsschirmen Risiken zunehmend sozialisiert haben. Die Finanzierungsbedingungen für den Privatsektor im Währungsgebiet wurden von den Entwicklungen bei den italienischen Staatspapieren nicht beeinflusst. Die Kreditkosten-Indikatoren der EZB standen im Juli bei Wohnungsbaukrediten an Haushalte bei 1,8 und für Unternehmenskredite bei 1,6 Prozent. Damit blieben sie nahezu unverändert und im Vergleich zur Vergangenheit sehr niedrig (Abbildung 13). Auch auf Ebene der einzelnen Mitgliedsstaaten kam es zu keinen auffälligen Veränderungen; selbst in Italien zeigten sich die privaten Finanzierungskosten stabil. Auch in Anbetracht der zuletzt wieder

höheren Inflationsraten ist das Zinsniveau für private Investoren im Euroraum also sehr günstig.

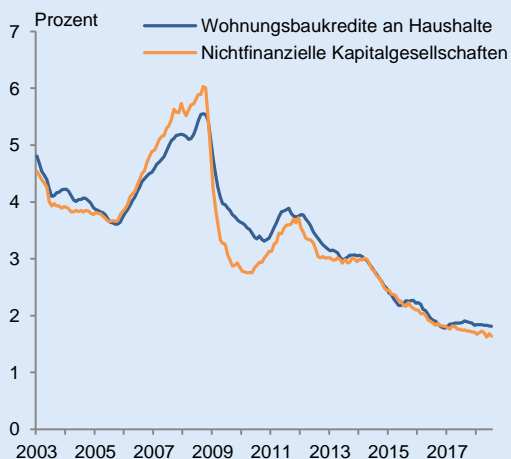
Abbildung 12:
Zinsen auf Staatsanleihen 2014–2018



Monatsdaten, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit. Bei der gewählten Skalierung liegen die Renditen griechischer Anleihen zum Teil außerhalb der Skala.

Quelle: Thomson Reuters Datastream.

Abbildung 13:
Kreditkosten 2003–2018



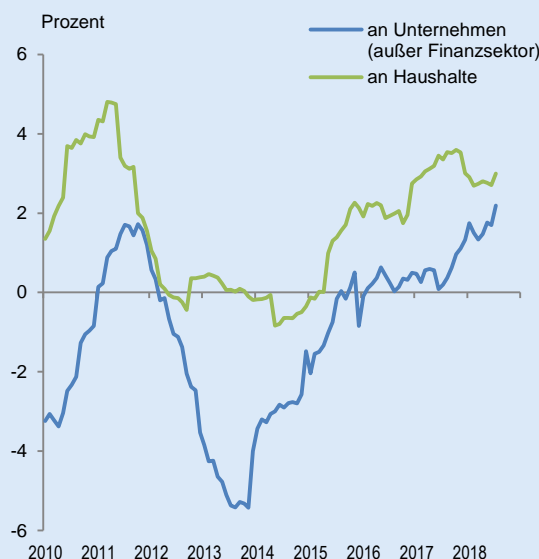
Monatsdaten; bei Neugeschäften.

Quelle: Europäische Zentralbank, Composite Cost of Borrowing Indicators.

Die Kreditvergabe – insbesondere an Unternehmen – zieht an. Ausweislich des Bank Lending Surveys sahen sich die Banken im Euroraum per Saldo zuletzt einer steigenden

Kreditnachfrage gegenüber. Gleichzeitig lockerten sie die Kreditbedingungen und trat die Bedeutung der notleidenden Kredite im Vergleich zu den vergangenen Jahren zurück. Somit konnten Kreditnehmer zunehmend vom günstigen Zinsumfeld profitieren: Im Juli lag die Summe der Kredite an private Haushalte 3 Prozent über ihrem Vorjahreswert, und die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen hat mit 2,2 Prozent im Vergleich zum Vorjahr zuletzt sichtbar angezogen (Abbildung 14).

Abbildung 14:
Kreditvergabe 2010–2018



Monatsdaten, Veränderung gegenüber dem Vorjahresmonat.

Quelle: Europäische Zentralbank, BSI.

Geplante Finanzpolitik in Italien und Spanien zu expansiv

Die stabile Konjunktur und das niedrige Zinsniveau haben in den vergangenen Jahren die öffentlichen Haushalte entlastet. Sie sorgen auch im laufenden wie im kommenden Jahr in mehreren Ländern für steigende Einnahmen und sinkende Ausgaben. Die langfristige Vorgabe des Fiskalpakts, ein strukturelles Defizit von unter 0,5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, wird laut der Prognosen der Europäischen Kommission im laufenden Jahr trotzdem nur von 6 der 19 Euroraumländer erfüllt werden. Von den größeren Mitgliedsländern sind dies nur Deutschland und die Nieder-

lande. Zudem hatten 12 der 19 Länder des Euroraums im Jahr 2017 einen Bruttoschuldenstand von über 60 Prozent.

Die Staaten, die Anpassungsprogramme durchlaufen haben, weisen immerhin seit einiger Zeit stabile Haushaltszahlen auf. So verzeichnet der griechische Staat seit 2016 Überschüsse. Die Lage der öffentlichen Haushalte in Griechenland, das jüngst den Rettungsschirm verlassen hat, dürfte auch angesichts der Zusagen über weitere Schuldenerleichterungen der anderen Euroländer vom Juni dieses Jahres mittelfristig stabil bleiben (Kasten 1). Im laufenden Jahr werden zusätzliche Ausgaben den Überschuss aber merklich dämpfen. Portugals Budgetdefizit dürfte hingegen deutlich auf rund 1 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt sinken. Maßgeblich für die Veränderung zum Vorjahr, in dem das Defizit noch rund 3 Prozent betrug, ist der Wegfall eines Einmaleffekts im Zuge einer Bankenrekapitalisierung. Strukturell sind die öffentlichen Haushalte in Portugal nur im geringen Ausmaß davon entfernt, die langfristigen Vorgaben des Fiskalpakts einzuhalten. Das Budgetdefizit des irischen Staats liegt seit dem Jahr 2016 unter 1 Prozent in Relation zur Wirtschaftsleistung und der Bruttoschuldenstand liegt nur wenig über der Marke von 60 Prozent. Allerdings muss berücksichtigt werden, dass die Wirtschaftsleistung Irlands wegen seiner Abhängigkeit von internationalen Konzernen sehr volatil ist und somit bei der Haushaltsplanung besondere Vorsicht geboten ist. Insgesamt lässt sich aber für die öffentlichen Haushalte der Länder, die unter den Rettungsschirmen waren, konstatieren, dass diese zumindest derzeit stabilitätsorientiert aufgestellt sind. Im Gegensatz dazu sind die Budgets von Frankreich, Italien und Spanien deutlich weniger nachhaltig ausgerichtet.

Frankreichs Budgetdefizit weicht weiterhin deutlich von den Vorgaben des Fiskalpakts ab. Immerhin wurde vergangenes Jahr erstmals

seit dem Jahr 2007 wieder ein Budgetdefizit unter der 3-Prozent-Marke von Maastricht erzielt. Im laufenden Jahr wird das Defizit in etwa konstant bleiben. Für das Jahr 2019 und 2020 deutet sich allerdings ein erneuter Anstieg an, wenn keine weiteren Maßnahmen von Seiten der Finanzpolitik ergriffen werden. Auch angesichts eines Bruttoschuldenstandes von über 90 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt sind aber weitere Konsolidierungsmaßnahmen angezeigt.

Die neue Regierung in Italien hat, nachdem die Vorgängerregierung den Konsolidierungskurs bereits gelockert hatte, für den nächsten Haushalt mehrere expansive Maßnahmen angekündigt. Allerdings sind auch die Risikoaufschläge für italienische Schuldtitel deutlich gestiegen und die Budgetberatung für das kommende Jahr noch nicht abgeschlossen, so dass sehr wahrscheinlich nicht alle jüngst diskutierten Pläne umgesetzt werden. Nichtsdestotrotz rechnen wir mit einem Anstieg des Budgetdefizits für das laufende Jahr, worauf jüngste Kassenzahlen hinweisen, und für die kommenden Jahre.

Ebenso hat die neue spanische Regierung zusätzliche Ausgaben angekündigt. Die unter der vorherigen Regierung angestrebte Rückführung des Budgetdefizits dürfte dadurch unterbleiben. Die Reaktion an den Finanzmärkten blieb hingegen verhalten, auch weil angesichts der Mehrheitsverhältnisse im Parlament unklar ist, ob der Haushalt für das Jahr 2019 tatsächlich beschlossen wird.

Die Finanzpolitik im Euroraum ist in der Summe 2018 und 2019 leicht expansiv ausgerichtet. Neben der expansiven Ausrichtung Spaniens und Italiens wird im Jahr 2019 insbesondere die Finanzpolitik Deutschlands zum expansiven Impuls beitragen. Die sehr gute Budgetsituation wird von der aktuellen Regierung in eine Vielzahl expansiver Maßnahmen umgemünzt, die überwiegend im Jahr 2019 anfallen.

Kasten 1:

Zur Beendigung des dritten Hilfsprogramms für Griechenland

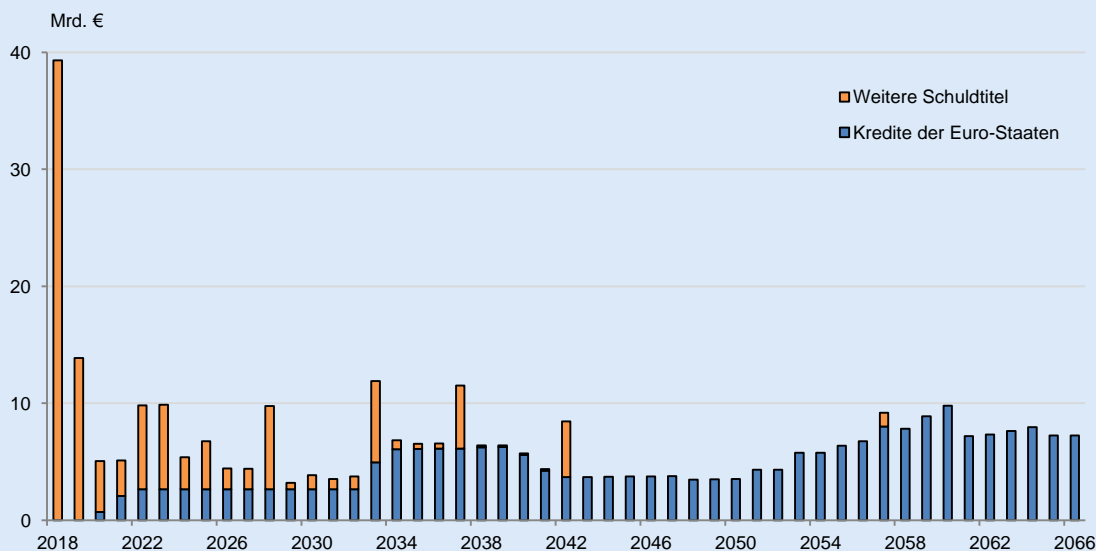
Im August 2018 hat Griechenland die letzte Tranche aus dem dritten Rettungsprogramm erhalten. Das Programm ist damit beendet. An dieser Stelle soll ein kurzer Überblick über die aktuelle Situation der öffentlichen Haushalte in Griechenland gegeben werden. Vorweggenommenes Fazit: Angesichts einer gegenwärtig vorteilhaften Haushaltslage und nur wenig anstehender Umschuldungen von auslaufenden Staatsschuldtiteln scheint die Lage auf mittlere Frist stabil.

Im Jahr 2017 wies der griechische Gesamtstaat einen Überschuss von 0,8 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt auf, nach 0,6 Prozent im Jahr 2016, als Griechenland erstmals seit Mitgliedschaft im Euroraum das 3-Prozent-Kriterium des Maastrichtvertrags eingehalten hatte. Im laufenden Jahr dürfte der Budgetsaldo zwar leicht sinken, doch wird wohl wiederum ein Überschuss erzielt. Der damit erzielte Primärüberschuss liegt in diesen drei Haushaltsjahren somit klar über den geforderten 3,5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Die gegenwärtige Haushaltslage spricht dafür, dass eine mittelfristige Stabilisierung der Staatsfinanzen auch ohne weitere Rettungsprogramme gelingen wird.

Zudem dürfte in den kommenden Monaten kaum Bedarf für die Platzierung größerer Anleihen bestehen. Durch die letzte Tranche aus dem Rettungsprogramm wurde ein Liquiditätspuffer gebildet, mit dem die noch auslaufenden Anleihen der Jahre 2018 und 2019 abgelöst werden können. Dabei ist zu berücksichtigen, dass gerade im Jahr 2019 relativ hoch verzinsliche Anleihen – zum großen Teil in Händen der EZB – fällig werden, die Kupons von rund 6 Prozent tragen (Abbildungen K1-1 und K1-2). Dies und das Ablösen der Forderungen des IWF in den kommenden Jahren dürften die Haushaltslage im Hinblick auf den zu leistenden Zinsdienst weiter entspannen.^a Gleichwohl gibt es immer noch hohe Risikoaufschläge für jene griechischen Staatsanleihen, die am Markt gehandelt werden. So rentieren Papiere mit 10-jähriger Restlaufzeit gut vier Prozent über Anleihen des Bundes. Die Refinanzierung von fällig werdenden Schuldtiteln ist somit vergleichsweise teuer, allerdings sinken die Risikoaufschläge seit geraumer Zeit und in den kommenden 15 Jahren sind die bevorstehenden Umschuldungen aus makroökonomischer Sicht überschaubar.

Abbildung K1-1:

Griechische Staatsschuld nach Fälligkeit 2018–2066

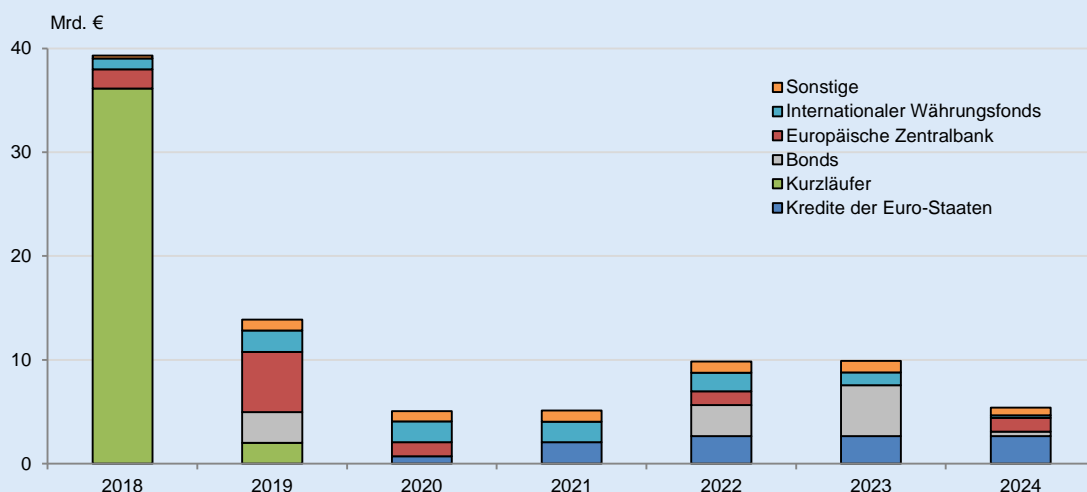


Stand Ende Juni 2018. Euroraum: Kredite der Greek Loan Facility (1. Programm), der EFSF und des ESM. Die Laufzeiten der Kredite der EFSF wurden pauschal um 10 Jahre verlängert, um die Vereinbarungen zwischen Griechenland und der Eurogruppe vom 22.6.2018 abzubilden.

Quelle: Griechisches Finanzministerium (2018).

Ein gewisses Risiko besteht jedoch darin, dass der griechische Staat vergleichsweise viele Schuldtitel mit kurzer und extrem kurzer Laufzeit ausgegeben hat, deren Verzinsung stark vom europäischen Interbankenzins abhängen dürfte. Im Juni 2018 belief sich die ausstehende Summe der Repos und Schuldverschreibungen (Bills) auf 38 Mrd. Euro (rund 21 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt – zum

Abbildung K1-2:
Griechische Staatsschuld nach Fälligkeit in der mittleren Frist nach Gläubigern 2018–2024



Quelle: Griechisches Finanzministerium (2018).

Vergleich: in Italien machen die kurzlaufenden Schuldtitel nur 7 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt aus).^b Daher würde eine mögliche spürbare Zinswende oder ein plötzlicher erneuter Vertrauensverlust die öffentlichen Haushalte in Griechenland vergleichsweise schnell unter Druck setzen. Sofern der Trend sinkender Risikoaufschläge anhält, dürfte es daher aus Sicht stabiler Staatsfinanzen durchaus in Bälde attraktiv sein, Anleihen mittlerer Laufzeit zu platzieren, um damit die risikoreicheren Kurzläufer abzulösen.

Der finanzpolitische Ausblick auf die mittlere Frist lässt allerdings keine Schlüsse über das langfristige Gelingen der Rettungsprogramme im Sinne einer vollständigen Rückzahlung der ausstehenden Rettungskredite zu. Die Laufzeiten sind so hoch, dass eine Vielzahl von Entwicklungen eintreten kann und Abweichungen von den derzeit zugrunde gelegten makroökonomischen Annahmen in beide Richtungen möglich sind. Schließlich wird an dieser Stelle auch nicht das Risiko bewertet, dass die Forderung nach jahrzehntelang zu erzielenden, substantiellen Primärsalden vonseiten der griechischen Politik in Frage gestellt werden könnte.

^aWährend der Dauer des zweiten Hilfspakets wurden die Zinserträge der EZB an Griechenland zurücküberwiesen. Diese Praxis wurde aber offenbar nicht fortgesetzt. — ^bInsgesamt ist die mittlere Gesamtlaufzeit der griechischen Staatsschuld sehr hoch, was aber vor allem an den Laufzeiten der Kredite der EFSF und des ESM liegt.

Alles in allem rechnen wir mit einem leicht sinkenden Budgetdefizit für das Jahr 2018 und einem Anstieg in den folgenden Jahren.

Der Budgetsaldo im Euroraum dürfte sich auf -0,8 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt belaufen, nach -0,9 Prozent im Vorjahr (Tabelle 1). Im Euroraum ohne Deutschland bleibt der Saldo unverändert bei -1,8 Prozent. In den Jahren 2019 und 2020 wird das Budgetdefizit im Euroraum leicht auf 1 bzw. 1,1 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt zunehmen. Im Euroraum ohne Deutschland ist die Veränderung etwas geringer und das Defizit bleibt zunächst bei 1,8 Prozent (bis 2019) bzw. steigt im Jahr 2020 auf 1,9 Prozent in Relation zur Wirtschaftsleistung.

Ausblick: Expansion vorerst wieder etwas kräftiger

Verschiedene Frühindikatoren signalisieren eine wieder etwas kräftigere Expansion in der zweiten Jahreshälfte. Die Unternehmenszuversicht, gemessen am „Economic Sentiment Indicator“ (ESI) der Europäischen Kommission, ist zwar im Vergleich zu den Höchstständen zum Jahreswechsel etwas zurückgefallen, liegt aber weiterhin auf einem sehr hohen Niveau (Abbildung 15). Dabei zeigen sich die Befragten auf Unternehmensseite im übrigen Euroraum ähnlich optimistisch wie in Deutschland. Der Markit-Einkaufsmanagerindex (PMI), der die

Tabelle 1:
Budgetsaldo des Staates im Euroraum 2017–2020

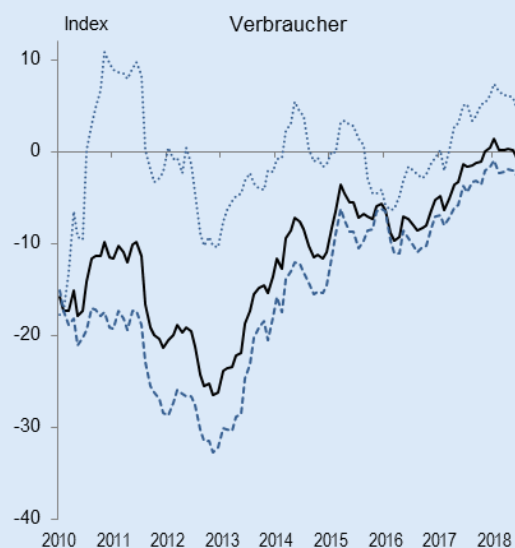
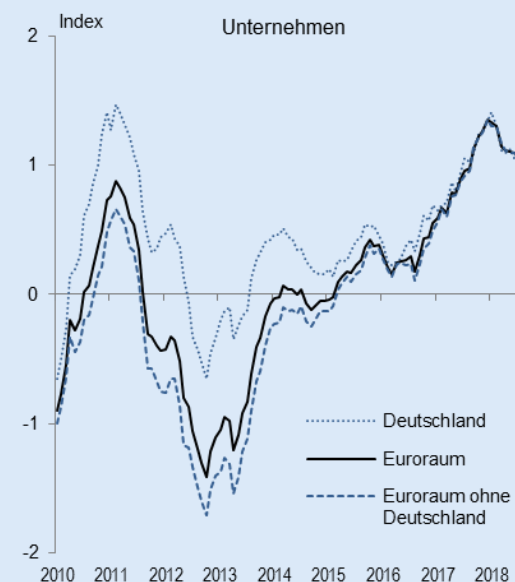
	2017	2018	2019	2020
Deutschland	1,3	1,6	1,1	0,9
Frankreich	-2,6	-2,6	-2,9	-2,9
Italien	-2,3	-2,3	-2,4	-2,5
Spanien	-3,1	-2,9	-2,5	-2,5
Niederlande	1,1	0,5	0,6	0,5
Belgien	-1,0	-1,4	-1,6	-1,6
Österreich	-0,7	-0,5	-0,5	-0,5
Irland	-0,3	-0,2	-0,4	-0,8
Finnland	-0,6	-0,6	-0,4	-0,4
Portugal	-3,0	-1,1	-0,8	-0,9
Griechenland	0,8	0,4	0,1	0,3
Slowakei	-1,0	-1,1	-0,6	-0,6
Luxemburg	1,5	1,2	0,5	0,3
Slowenien	0,0	0,2	0,0	0,0
Litauen	0,5	0,7	0,9	0,6
Lettland	-0,5	-0,8	-1,1	-1,1
Estland	-0,3	-0,3	0,5	0,4
Zypern	1,8	1,9	2,0	2,0
Malta	3,9	0,0	0,6	0,5
Euroraum	-0,9	-0,8	-1,0	-1,1
Euroraum ohne Deutschland	-1,8	-1,8	-1,8	-1,9

Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

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

Expansionsdynamik im Euroraum in der Vergangenheit sehr gut abgebildet hat, hat sich zuletzt (August) bei 54,5 Punkten stabilisiert und deutet damit auf einen Produktionsanstieg von knapp einem halben Prozent je Quartal hin. Auch der EuroCOIN-Indikator der italienischen Zentralbank zeigt derzeit ein zugrunde liegendes Expansionstempo für den Euroraum von 0,5 Prozent an; und der Euroframe-Indikator lässt eine Zuwachsrate von 0,4 Prozent im dritten Quartal erwarten (Euroframe 2018). Die Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe sind von ihren Höchstständen am Jahresende 2017 inzwischen wieder etwas zurückgefallen (Abbildung 16). Die Einzelhandelsumsätze blieben bis zur Jahresmitte dagegen stabil aufwärts gerichtet, und die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen hat zuletzt angezogen. Insgesamt rechnen wir mit einer leichten Belebung des zuletzt sehr moderaten Produktionsanstiegs in der zweiten Jahreshälfte.

Abbildung 15:
Stimmungsindikatoren 2010–2018

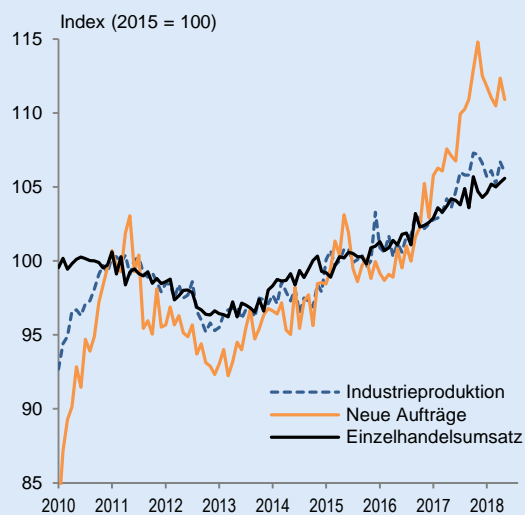


Monatsdaten; saisonbereinigt. Nulllinie: Langjähriges Mittel.

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

Im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums dürfte sich das Expansionstempo allmählich abschwächen. Das weltwirtschaftliche Umfeld wird in den Jahren 2019 und 2020 wohl wieder etwas stärkere Impulse für die Exporttätigkeit liefern als im laufenden Jahr, wenngleich sie schwächer ausfallen dürften als im Jahr 2017 (Tabelle 2). Gleichzeitig dürfte der Konsum bei einem fortgesetzten Beschäftigungsaufbau und höheren Lohnsteigerungen weiter expandieren,

Abbildung 16:
Konjunkturindikatoren 2010–2018



Monatsdaten, saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen und Industry Survey; EZB, Economic Bulletin.

wobei die gestiegenen Energiepreise hier dämpfend entgegen wirken. Die Finanzpolitik ist in den kommenden beiden Jahren voraussichtlich leicht expansiv ausgerichtet und unterstützt die Konjunktur. Auch die Investitionstätigkeit dürfte aufgrund des laut Unternehmensbefragungen hohen Auslastungsgrades und der weiterhin günstigen Finanzierungsbedingungen weiter expandieren. Aufgrund zunehmender Anspannungen am Arbeitsmarkt und möglicher Kapazitätsengpässe in einigen Ländern ist

gleichwohl ein allmählicher Rückgang des Expansionstempos im späteren Prognosezeitraum angelegt.

Die Wirtschaftsleistung im Euroraum wird im laufenden Jahr voraussichtlich um 2,1 Prozent zulegen. In den Folgejahren dürfte sich der Produktionsanstieg nur leicht auf 1,9 Prozent (2019) bzw. 1,7 Prozent (2020) verringern (Abbildung 17). Die Expansionsdynamik im übrigen Euroraum wird dabei wohl geringfügig schwächer ausfallen als in Deutschland (Abbildung 18). Damit haben wir unsere Einschätzung aus der Sommerprognose (Gern et al. 2018a) für die Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts für das Jahr 2019 um ein Zehntel reduziert. Die Produktion in Frankreich dürfte im Prognosezeitraum weiter moderat zulegen, während die Erholung in Italien wohl wieder schleppend verläuft und sich der Aufschwung in Spanien abflachen wird (Tabelle 3).

Der zugrunde liegende Preisauftrieb wird sich allmählich beschleunigen. Insgesamt werden die Verbraucherpreise im Durchschnitt der Jahre 2018 bis 2020 voraussichtlich um jeweils 1,7 Prozent gegenüber dem Vorjahr steigen. Dabei unterstellen wir für den Ölpreis der Sorte Brent, dass dieser im Prognosezeitraum ausgehend vom derzeitigen Niveau allmählich weiter steigt und im Jahresdurchschnitt 2020 bei rund 80 US-Dollar liegen wird. Zudem unterstellen wir eine Konstanz des Wechselkurses. Bei diesen Annahmen dürfte die Teue-

Tabelle 2:
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2018–2020

	2018				2019				2020				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2018	2019	2020
Bruttoinlandsprodukt	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	2,1	1,9	1,7
Inländische Verwendung	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	2,0	2,0	1,7
Privater Verbrauch	0,5	0,2	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,4	1,7	1,7
Staatsverbrauch	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	1,2	1,7	1,5
Anlageinvestitionen	0,3	1,3	0,9	0,9	0,9	0,8	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	3,5	3,4	1,9
Vorratsänderungen	0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,0
Außenbeitrag	-0,3	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0
Exporte	-0,9	0,6	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,9	0,9	3,2	4,1	3,9
Importe	-0,3	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	3,2	4,6	4,1

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

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

Abbildung 17:
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 2016–2020

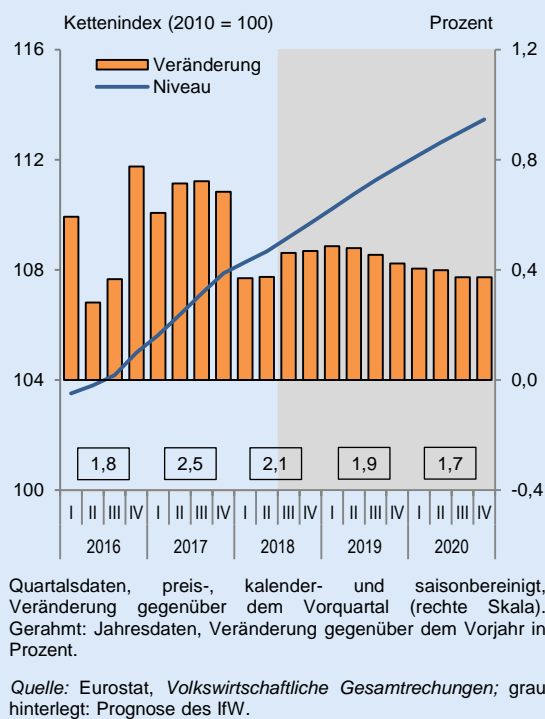
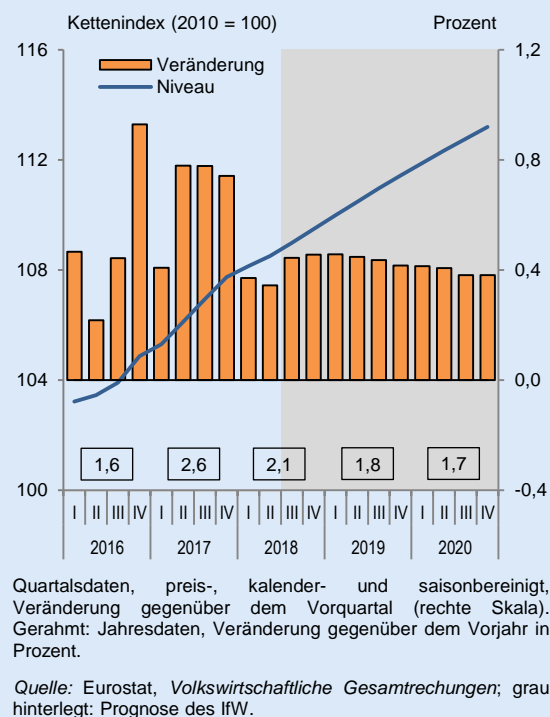


Abbildung 18:
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum ohne Deutschland 2016–2020



rungsrate in der ersten Jahreshälfte 2019 wieder bis auf eineinhalb Prozent zurückfallen und sich ab Jahresmitte 2019 bei rund 1,7 Prozent einpendeln. Der aktuell preissteigernde Effekt der Energiekomponente wird bis dahin auslaufen. Die Kernrate der Inflation wird im Prognosezeitraum angesichts der weiterhin guten Konjunktur, stellenweise zunehmender Kapazitätsengpässe und höherer Lohnabschlüsse voraussichtlich auf rund 1,7 Prozent im Jahr 2020 klettern. Somit wird sie sich allmählich dem Zielbereich der Europäischen Zentralbank von „nahe, aber unter zwei Prozent“ annähern und einen Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik begünstigen.

Die Arbeitslosigkeit bleibt im Prognosezeitraum rückläufig. Die Arbeitslosenquote dürfte im Durchschnitt des Jahres 2020 auf 7,4 Prozent der Erwerbspersonen zurückgehen. Damit läge sie sogar unterhalb ihres historischen Tiefstwerts aus dem Jahr 2007 (7,5 Prozent). Im Euroraum ohne Deutschland geht die Rate voraussichtlich auf 8,9 Prozent im Durchschnitt des Jahres 2020 zurück, was noch über dem historischen Tiefstwert des Jahres 2007 liegt (gut 7 Prozent).

Für diese Prognose gibt es eine Reihe bedeutender Abwärtsrisiken. Eine weitere Zuspitzung der internationalen Handelskonflikte könnte den internationalen Warenaustausch empfindlich stören und die Konjunktur auch in Europa über verschiedene Kanäle beeinträchtigen (Gern et al. 2018b: Kasten 1). Auch ein möglicher, unerwartet starker Einbruch der Konjunktur in wichtigen Handelspartnerländern wie den USA oder China würde die Konjunktur in Europa beeinträchtigen. Im Frühjahr des kommenden Jahres wird überdies der formale Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union vollzogen, und bislang gibt es keine Aussicht auf ein zukünftiges kooperatives Handelsregime. Gelingt hier keine Einigung, zumindest für eine Übergangszeit, so drohen nicht nur dem Vereinigten Königreich und Irland, sondern auch den übrigen europäischen Volkswirtschaften Einschränkungen beim Güterhandel mit negativen Folgen auf allen Seiten.

Nicht zuletzt birgt die Unruhe um die neue italienische Regierung das Potenzial, Verwerfungen im gesamten Euroraum auszulösen.

Tabelle 3:
Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Ländern des Euroraums 2018–2020

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Deutschland ^a	29,3	1,9	2,1	1,7	1,8	1,9	1,9	3,4	3,1	3,0
Frankreich	20,5	1,6	1,7	1,6	2,0	1,9	1,9	9,1	8,5	8,0
Italien	15,3	1,1	0,9	0,9	1,3	1,2	1,0	10,8	10,6	10,4
Spanien	10,4	2,6	2,0	1,8	1,7	1,6	1,6	15,3	14,4	13,7
Niederlande	6,6	2,7	2,1	1,9	1,6	1,7	1,7	3,8	3,2	2,9
Belgien	3,9	1,5	1,5	1,4	2,1	1,9	1,8	6,2	6,0	5,8
Österreich	3,3	2,8	1,8	1,7	2,2	2,1	2,1	4,9	4,7	4,6
Irland	2,6	6,1	3,7	2,8	0,5	1,2	1,4	5,7	4,7	4,1
Finnland	2,0	2,6	2,0	1,9	1,2	1,3	1,4	7,7	7,5	7,3
Portugal	1,7	2,1	2,0	1,7	1,4	1,4	1,4	6,9	6,2	5,7
Griechenland	1,6	2,1	2,3	2,7	0,8	1,1	1,3	19,5	17,5	15,5
Slowakei	0,8	3,9	3,7	3,7	2,7	2,8	3,1	6,8	5,7	5,0
Luxemburg	0,5	4,6	3,2	2,8	1,9	2,0	2,1	5,2	4,9	4,7
Slowenien	0,4	4,0	3,2	3,1	2,0	2,2	2,4	5,5	4,7	4,0
Litauen	0,4	4,0	4,0	3,4	2,7	2,8	2,9	6,1	5,7	5,4
Lettland	0,2	4,4	3,8	3,7	2,4	2,5	2,8	7,5	7,0	6,7
Estland	0,2	3,5	3,4	3,3	3,2	3,1	3,4	5,2	4,8	4,5
Zypern	0,2	3,7	3,1	3,0	0,6	1,0	1,2	8,1	6,5	5,8
Malta	0,1	3,6	3,9	3,6	1,8	2,0	2,3	3,9	3,2	2,8
Euroraum	100,0	2,1	1,9	1,7	1,7	1,7	1,7	8,3	7,7	7,4
Euroraum ohne Deutschland	70,7	2,1	1,8	1,7	1,7	1,6	1,6	10,0	9,4	8,9

Gewicht: auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2017 (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 2017. — ^aZahlen 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.

sen. Angesichts der hohen öffentlichen Verschuldung des Landes und der Größe der italienischen Volkswirtschaft wäre eine erneute Staatsschuldenkrise eine große Herausforderung für die gesamte Währungsunion. Bei anhaltender Wachstumsschwäche und steigenden Risikoaufschlägen auf italienische Staatsanleihen könnte das Land in die Situation kommen, auf Hilfe der Staatengemeinschaft angewiesen zu sein, und es ist nicht ersichtlich, ob die ohnehin Euro-kritische Regierung den notwendigen Kooperationswillen aufbringt, um in einer solchen Lage Reformvorgaben und Regeln der Staatengemeinschaft zu akzeptieren. Ohne

diesen Kooperationswillen kann der verfügbare Rettungsmechanismus (ESM) nicht in Anspruch genommen werden, und der Europäischen Zentralbank wären ohne ein verabredetes Anpassungsprogramm die Hände gebunden. Eine Staatsschuldenkrise könnte daher rasch eskalieren und ein ungeordneter Austritt aus der Währungsunion wäre nicht ausgeschlossen – eine aktuelle Analyse zeigt, dass in den gestiegenen Risikoaufschlägen italienischer Staatsanleihen zu einem bedeutenden Teil die Sorge um einen Austritt des Landes aus der Währungsunion zum Ausdruck kommt (Gros 2018).

Literatur

- Ademmer, M., J. Boysen-Hogrefe, S. Fiedler, K.-J. Gern, D. Groll, P. Hauber, N. Jannsen, S. Kooths, G. Potjagailo und U. Stolzenburg (2018). Mittelfristprojektion für Deutschland: Wachstum verlangsamt sich, Konjunktur kühlt ab. Kieler Konjunkturberichte 42 (2018|1). Institut für Weltwirtschaft, Kiel. Via Internet (30.8.2018) <<https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/kieler-konjunkturberichte/2018/mittelfristprojektion-wachstum-laesst-nach-konjunktur-kuehlt-ab-9823/>>
- Boysen-Hogrefe, J., S. Fiedler, D. Groll, S. Kooths und U. Stolzenburg (2018). Wirtschaft im Euroraum überschreitet Normalauslastung. Kieler Konjunkturberichte 40 (2018|1). Institut für Weltwirtschaft, Kiel. Via Internet (30.8.2018) <<https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/kieler-konjunkturberichte/2018/wirtschaft-im-euroraum-ueberschreitet-normalauslastung-9821/>>
- Euroframe (2018). Euro Growth Indicator. Via Internet (29.8.2018) <<http://euroframe.org/Indicator.html>>.
- Europäische Kommission (2018). European Economic Forecast, Summer 2018 (Interim). Institutional Papers 084, Juli. Brüssel.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2015). A survey-based measure of slack for the euro area. *ECB Economic Bulletin* 6/2015: Box 6.
- Gern, K.-J., P. Hauber, S. Kooths und U. Stolzenburg (2018a). Weltwirtschaft mit etwas geringerer Dynamik. Kieler Konjunkturberichte 43 (2018|Q2). Institut für Weltwirtschaft, Kiel. Via Internet (30.8.2018) <<https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/kieler-konjunkturberichte/2018/weltwirtschaft-mit-etwas-geringerer-dynamik-11072/>>.
- Gern, K.-J., P. Hauber, S. Kooths, S. Mösle und U. Stolzenburg (2018b). Stärker differenzierte Weltkonjunktur – Gegenwind für die Schwellenländer. Kieler Konjunkturberichte 45 (2018|Q3). Institut für Weltwirtschaft, Kiel. Via Internet (6.9.2018) <<https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/kieler-konjunkturberichte/2018/staerker-differenzierte-weltkonjunktur-gegenwind-fuer-die-schwellenlaender-0/>>.
- Griechisches Finanzministerium (2018). Hellenic Republic Public Debt Bulletin 90. Juni. Via Internet (5.9.2018) <http://www.pdma.gr/attachments/article/1659/Bulletin%20No_90.pdf>.
- Gros, D. (2018). Italian risk spreads: Fiscal versus redenomination risk. Voxeu.org, 29.8.2018. Via Internet (30.8.2018): <https://voxeu.org/article/italian-risk-spreads-fiscal-versus-redenomination-risk>
- Kranendonk, H., und J. Verbruggen (2008). Decomposition of GDP growth in some European countries and the United States. *De Economist* 156 (3): 295–306.
- Stolzenburg, U. (2018). Importbereinigung der verwendungsseitigen Expansionsbeiträge im Euroraum. IfW Box 2018.1. Via Internet (30.8.2018) <<https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/ifw-box/2018/importbereinigung-der-verwendungsseitigen-expansionsbeitraege-im-euroraum-10162/>>.