

# KIELER KONJUNKTUR- BERICHTE

## Konjunktur im Euroraum im Frühjahr 2019

Abgeschlossen am 12. März 2019



Nr. 52 (2019|Q1)

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

## INHALTSVERZEICHNIS

### Euroraum: Konjunktur im Kielwasser des Welthandels

Zyklusbild: Produktionskapazitäten weiterhin gut ausgelastet.....	10
Arbeitsmarkt: Sinkende Arbeitslosigkeit, anziehende Löhne .....	11
Günstiges Finanzierungsumfeld – weitere Lockerung durch die EZB .....	12
Finanzpolitik: Steigende Defizite der öffentlichen Haushalte im Euroraum in Sicht .....	15
Ausblick: Konjunktur bleibt in der Grundtendenz verhalten .....	17
Literatur .....	21
<i>Kasten 1:</i>	
<i>Verwendungs- und produktionsseitige Zerlegung der Jahresverlaufsrate .....</i>	<i>5</i>
<i>Kasten 2:</i>	
<i>Markterwartungen über die Zinsentwicklung und die Geldpolitik.....</i>	<i>13</i>

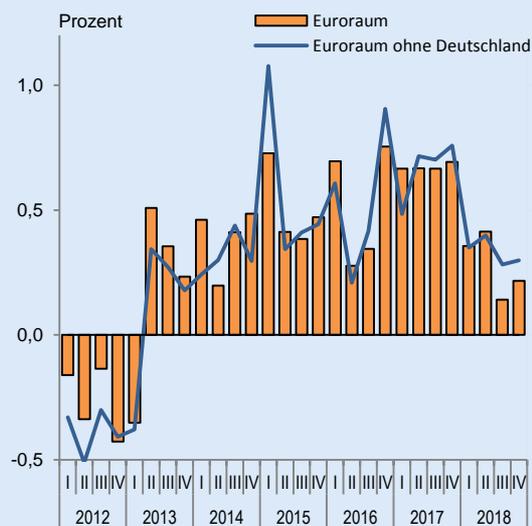
# EURORAUM: KONJUNKTUR IM KIELWASSER DES WELTHANDELS

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

Die Wirtschaft im Euroraum hat abermals einen Gang zurück geschaltet. Die konjunkturelle Verlangsamung im Verlauf des Jahres 2018 ist maßgeblich auf schwächere Impulse aus dem internationalen Umfeld zurückzuführen, sowie zu einem geringeren Teil auf länderspezifische temporäre Sonderfaktoren. Trotz einer deutlichen Eintrübung der Unternehmenszuversicht am aktuellen Rand – vor allem im industriellen Bereich – dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion weiter moderat zulegen. So wird die Konjunktur auch zukünftig durch niedrige Zinsen und eine leicht expansive Finanzpolitik unterstützt. Der Außenhandel dürfte im Prognosezeitraum wieder etwas mehr als im Vorjahr zur Expansion beitragen, sofern sich die globalen handelspolitischen Konflikte nicht verschärfen und unter der Annahme, dass das Vereinigte Königreich nicht disruptiv den Europäischen Binnenmarkt verlässt. Das Bruttoinlandsprodukt wird im laufenden Jahr wohl um 1,2 Prozent expandieren, im kommenden Jahr dürfte sich der Produktionsanstieg leicht auf 1,5 Prozent erhöhen. Trotz der jüngsten konjunkturellen Eintrübung bleibt die Arbeitslosenquote rückläufig und dürfte im Jahr 2020 den historischen Tiefstand von vor der globalen Finanzkrise unterschreiten. Die Löhne im Euroraum legten zuletzt etwas dynamischer als in den Vorjahren zu, wobei sich die höhere Lohndynamik bislang nicht erkennbar im allgemeinen Preisauftrieb niedergeschlagen hat. Die Verbraucherpreise dürften mit 1,3 Prozent im laufenden und 1,5 Prozent im kommenden Jahr weiter nur moderat zulegen, so dass frühestens im Jahr 2020 mit einer ersten Zinserhöhung seitens der Europäischen Zentralbank zu rechnen ist.

**Die Wirtschaft im Euroraum hat im Jahr 2018 spürbar an Dynamik eingebüßt.** Nach der kräftigen Expansion im Jahr 2017 mit durchschnittlichen Zuwächsen um 0,7 Prozent je Quartal ist die gesamtwirtschaftliche Produktion in der ersten Jahreshälfte 2018 nur noch mit jeweils 0,4 Prozent je Quartal gestiegen. In der zweiten Jahreshälfte reduzierte sich der Anstieg abermals auf knapp 0,2 Prozent je Quartal (Abbildung 1).

**Abbildung 1:**  
**Bruttoinlandsprodukt 2012–2018**



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

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen.

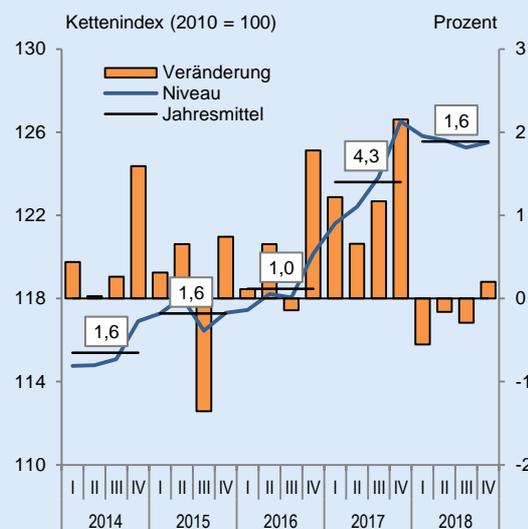
**Die schwachen Ausfuhren und länderspezifische temporäre Faktoren haben die Konjunktur im Jahr 2018 aus dem Tritt gebracht.** Zu den dämpfenden Sonderfaktoren zählten die Streiks im Transportbereich und die Gelbwesten-Proteste in Frankreich, Probleme im Auto-

mobilssektor und bei der Binnenschifffahrt insbesondere in Deutschland, sowie der Streit um die Haushaltsplanung der italienischen Regierung mit der Europäischen Kommission, der zur Verunsicherung beigetragen hat. Der wichtigste Faktor der konjunkturellen Abschwächung jedoch waren die ausbleibenden Impulse aus dem internationalen Umfeld, die im Verlauf des Jahres 2017 den kräftigen Aufschwung im Euroraum begünstigt hatten. Eine verwendungs- und entstehungsseitige Zerlegung der Expansion im Verlauf der Jahre 2016 bis 2018 bestätigt die maßgebliche Rolle des internationalen Umfelds bei der konjunkturellen Verlangsamung (Kasten 1).

**Die schwache Exportdynamik erstreckt sich auf verschiedenen Weltregionen und den Intrahandel.** Die fünf Quartale sehr kräftiger Expansion zwischen Herbst 2016 und Ende 2017 fallen offenbar zeitlich zusammen mit kräftigen Zuwächsen bei den Exporten in die übrige Welt. Seit Anfang des Jahres 2018 sind diese Impulse jedoch ausgeblieben bzw. waren sogar negativ (Abbildung 2). Der Warenhandel zwischen Mitgliedsländern der Währungsunion (Intrahandel), der nahezu dasselbe Gesamtvolumen umfasst wie die Ausfuhren in die übrige Welt, hat ebenfalls an Dynamik eingebüßt. Dies dürfte nicht zuletzt an der grenzüberschreitenden Verflechtung über Vorleistungsimporte liegen (vertikale Spezialisierung), die im zuletzt schrumpfenden Verarbeitenden Gewerbe sehr ausgeprägt ist. In der zweiten Jahreshälfte war das Volumen des Intrahandels im Trend sogar leicht rückläufig (Abbildung 3). Die geringere Dynamik der Exporte in die übrige Welt war darüber hinaus nicht auf eine einzelne Weltregion beschränkt: Mit dem Jahreswechsel von 2017 auf 2018 haben sich die Ausfuhren in alle wesentlichen Absatzmärkte des Euroraums sichtbar verlangsamt oder sind gar zurückgegangen (Abbildung 4).

**Die Ausfuhren des Euroraums sind hinter der ohnehin verlangsamten Entwicklung des Welthandels zurückgeblieben.** Anders als in den Vorjahren entwickelten sich die Exporte des Euroraums im Vergleich zum Welthandel im Jahr 2018 nicht im Gleichschritt, sondern unterproportional (Abbildung 5). Somit haben sich

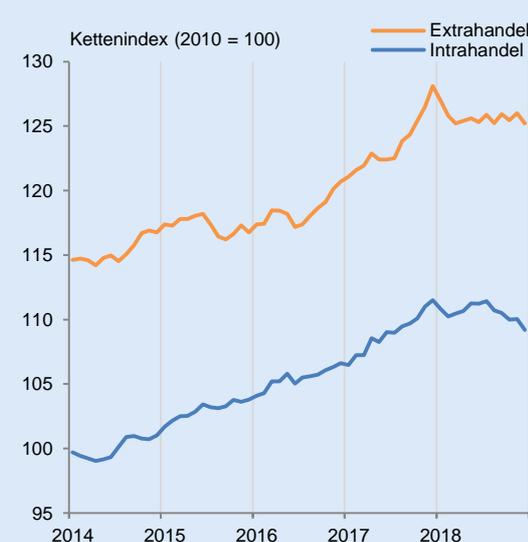
**Abbildung 2:**  
Exporte des Euroraums in die übrige Welt 2014–2018



Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal (rechte Skala). Gerahmt: Jahresdaten, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. 2018 Q4: geschätzt auf Basis der vorliegenden Monatsdaten.

Quelle: Eurostat, *Internationaler Warenhandel*; eigene Berechnungen.

**Abbildung 3:**  
Intra- und Extrahandel 2014–2018



Monatsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, *Internationaler Warenhandel*; eigene Berechnungen.

die Ausfuhren des Euroraums im Vergleich zur ohnehin vergleichsweise schwachen Entwicklung des Welthandels zusätzlich abgeschwächt. Die Europäische Kommission (2019: 6) kom-

**Kasten 1:****Verwendungs- und produktionsseitige Zerlegung der Jahresverlaufsrate**

Seit dem Jahreswechsel von 2017 auf 2018 hat sich die Konjunktur im Euroraum spürbar eingetrübt: Umfragebasierte Indikatoren zur Zuversicht von Unternehmen und Konsumenten sind von ihren zuvor erklommenen Höchstwerten nach und nach zurückgefallen, Indikatoren der ökonomischen Aktivität waren auf breiter Front rückläufig oder stagnierten, und in einzelnen Ländern – etwa in Deutschland oder Italien – wird bereits über Rezessionsgefahren gesprochen. Der gesamtwirtschaftliche Produktionsanstieg war im Jahr 2018 mit durchschnittlich 0,3 Prozent je Quartal deutlich verhaltener als noch im Jahr 2017, als der mittlere Zuwachs bei 0,7 Prozent lag. Wodurch ist der konjunkturelle Schwung im Euroraum seit Anfang des Jahres 2018 verloren gegangen?

Durch eine Zerlegung der Zuwachsrate der gesamtwirtschaftlichen Produktion lassen sich Erkenntnisse über die konjunkturellen Triebkräfte gewinnen. Eine solche Zerlegung kann anhand von Daten der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen sowohl verwendungs- als auch entstehungsseitig durchgeführt werden – im Folgenden werden beide Wege verfolgt. Hierbei werden die Jahresverlaufsrate der Jahre 2016 bis 2018 in den Blick genommen, die sich als Summe der vier Quartalszuwächse jedes Kalenderjahres ergeben. Der Hintergrund dieser Betrachtungsweise ist, dass die konjunkturelle Verlangsamung im Euroraum recht präzise beim Jahreswechsel von 2017 nach 2018 verortet werden kann. Bei einer Analyse der jahresdurchschnittlichen Zuwachsrate wird der Blick auf die Triebkräfte der Expansion durch statistische Überhänge aus dem Jahr 2017 verwässert, die in die Jahresrate 2018 einfließen. Anhand der Jahresverlaufsrate, die im Euroraum von rund 2,7 Prozent (2017) auf nur noch 1,1 Prozent (2018) zurückgegangen ist, wird die konjunkturelle Verlangsamung im Folgenden beleuchtet.

**Verwendungsseite**

Zur Expansionszerlegung auf Verwendungsseite wird auf den Ansatz der Importbereinigung zurückgegriffen (Kranendonk und Verbruggen 2008; Deutsche Bundesbank 2017; Kooths und Stolzenburg 2018; Stolzenburg 2018). Viele Analysen, die eine Expansionszerlegung in die Beiträge der verwendungsseitigen Komponenten vornehmen, verrechnen die Exporte vollständig mit den Importen, um den Expansionsbeitrag der Nettoexporte zu bestimmen. Diese Art der Verrechnung verkennt jedoch, dass sämtliche Verwendungskomponenten einen Importgehalt aufweisen, nicht nur die Exporte – so wird beispielsweise auch ein Teil der Konsumgüter importiert, und darüber hinaus werden Vorleistungen zur heimischen Produktion von Konsumgütern importiert. Mit Hilfe von Input-Output-Tabellen kann der Importgehalt jeder Verwendungskomponente bestimmt und aus den Aggregaten herausgerechnet werden, um denjenigen Teil – beispielsweise des inländischen Konsums – zu identifizieren, der tatsächlich zu einer Wertschöpfung im Inland führt und der sich somit im Bruttoinlandsprodukt niederschlägt. Daher ist die Expansionszerlegung für importbereinigte Verwendungskomponenten ein besonders geeignetes Analyseverfahren, wenn eine Beschleunigung oder Verlangsamung der Expansionsdynamik untersucht wird (Kranendonk und Verbruggen 2008).

Wesentlicher Treiber für die konjunkturelle Verlangsamung im Euroraum waren die gegenüber 2017 weitaus schwächeren Impulse aus dem internationalen Umfeld. Das zeigt die Zerlegung der Expansion des Bruttoinlandsprodukts in die importbereinigten, verwendungsseitigen Komponenten für den Euroraum und die größten fünf Mitgliedsländer (Abbildung K1-1). So ist der Expansionsbeitrag der (importbereinigten) Exporte von 1,3 Prozentpunkten (2017) auf nur noch 0,2 Prozentpunkte (2018) zurückgegangen – freilich war die vorangegangene kräftige Expansion zwischen Herbst 2016 und Ende 2017 maßgeblich vom Außenhandel begünstigt. Ein weiterer Faktor der konjunkturellen Verlangsamung war offenbar der verhaltene private Verbrauch, dessen Expansionsbeitrag sich mehr als halbierte.

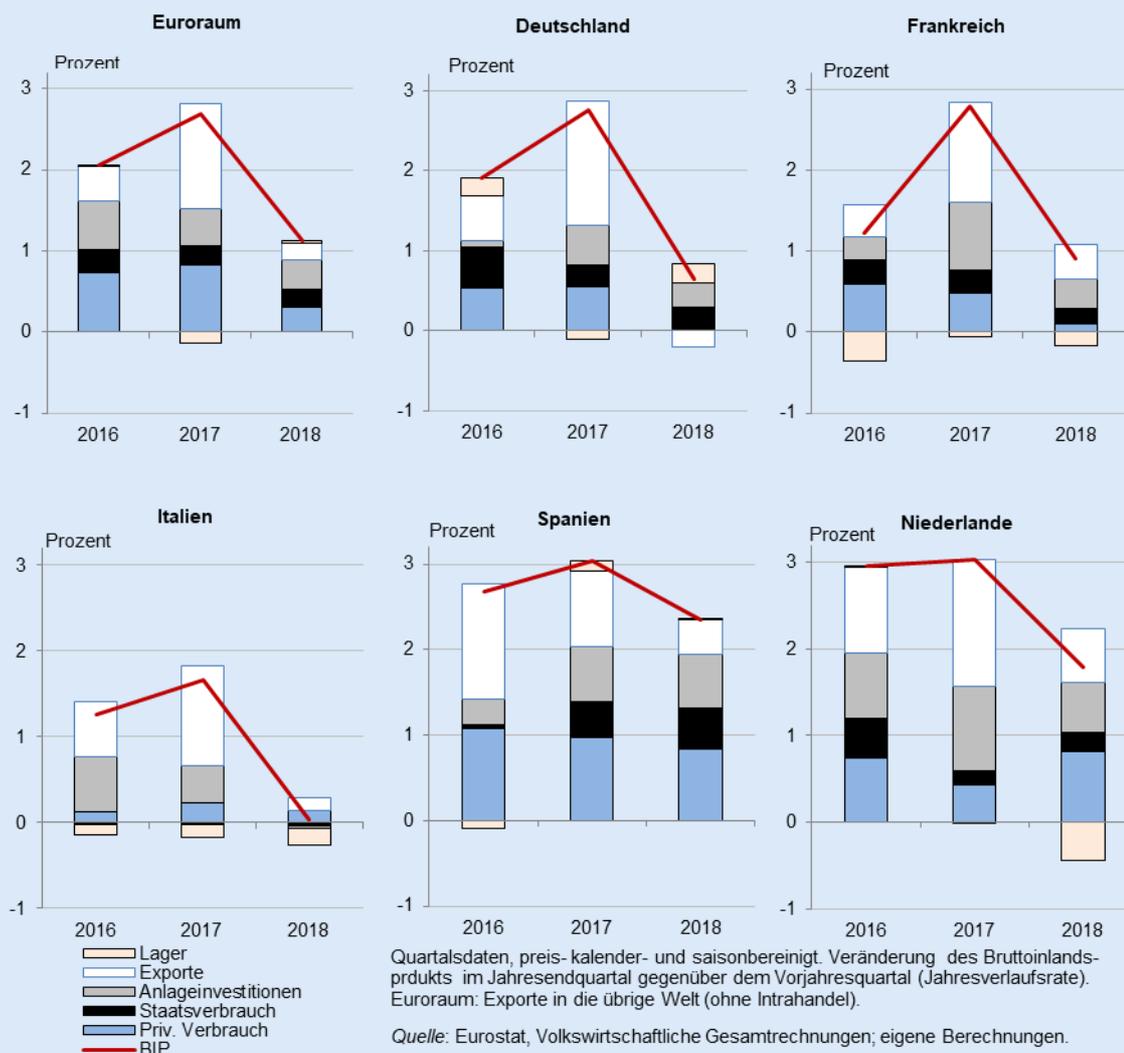
Der Rückgang der Impulse vom Export ist bei allen fünf betrachteten Volkswirtschaften erkennbar. Besonders deutlich zeigt sich dieser Umstand jedoch bei Deutschland und Italien, deren Produktionsstruktur relativ stark vom exportabhängigen Verarbeitenden Gewerbe geprägt ist. Der Expansionsbeitrag des privaten Verbrauchs war überdies in Deutschland und Frankreich gegenüber 2017 sehr schwach. Schließlich haben die Investitionen insbesondere in Frankreich und Italien weniger als im Vorjahr zur Expansion beigetragen.

**Entstehungsseite**

Durch geeignetes Zusammenfassen der Wirtschaftsbereiche in der Entstehungsrechnung der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen lässt sich die gesamtwirtschaftliche Bruttowertschöpfung in eine übersichtliche Menge an Unterkategorien einteilen, die sich für eine Expansionszerlegung eignet. Im Folgenden wird eine solche Zerlegung für die Jahresverlaufsrate der Jahre 2016 bis 2018 für den Euroraum und die größten fünf Mitgliedsländer durchgeführt (Abbildung K1-2).

Abbildung K1-1:

Verwendung: Importbereinigte Beiträge zur Expansion des Bruttoinlandsprodukts im Jahresverlauf 2016–2018

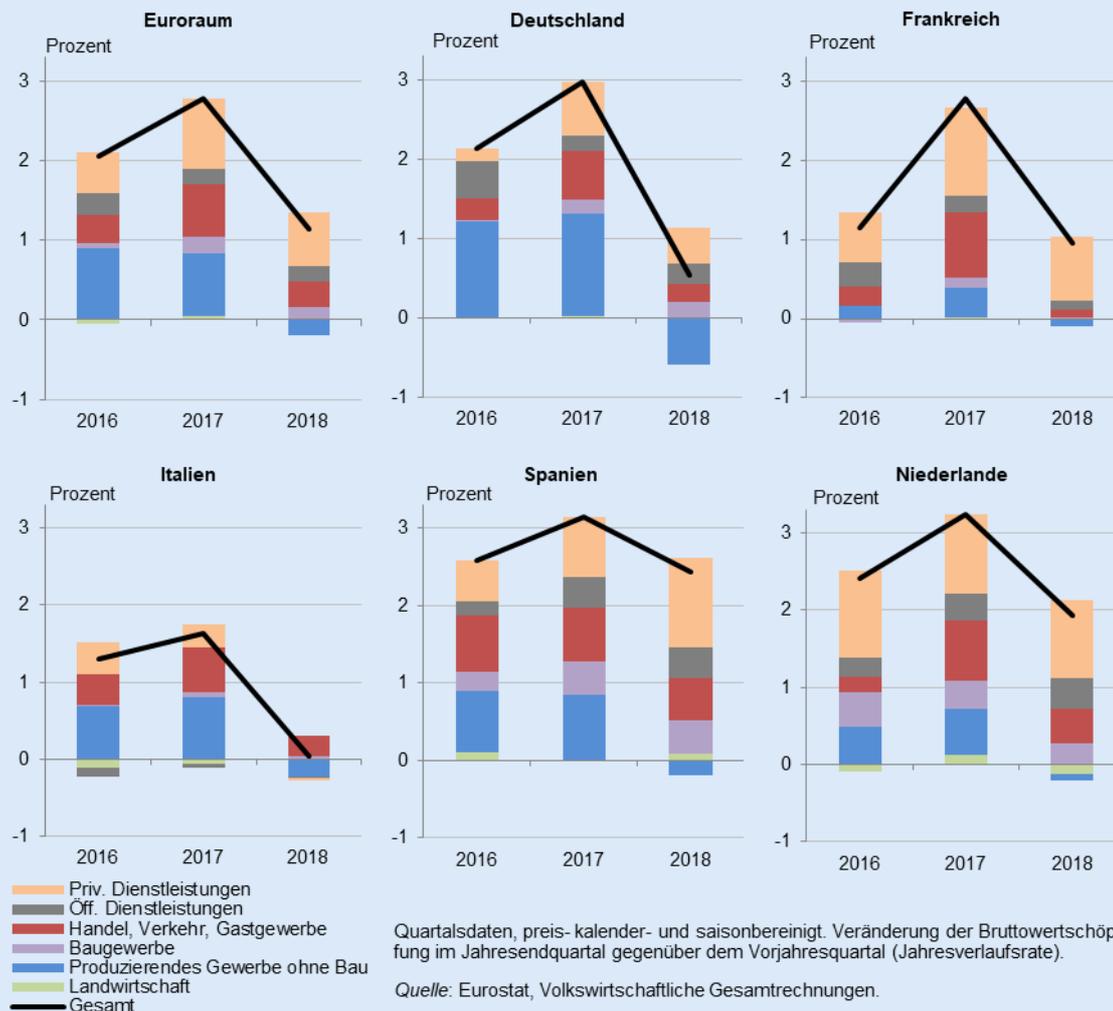


Auffälligster Faktor der Konjunkturertrübung ist das Produzierende Gewerbe ohne Bau, in dem das Verarbeitende Gewerbe als wesentlicher Bestandteil enthalten ist. Der Expansionsbeitrag dieses Wirtschaftsbereiches war im Jahresverlauf 2018 im Euroraum und in allen betrachteten Ländern negativ, nachdem der mittlere Beitrag im Jahresverlauf 2017 noch nahezu einen Prozentpunkt betragen hatte. Da das Verarbeitende Gewerbe stark vom Export abhängig ist, zeigt sich hier offenbar spiegelbildlich zur Verwendungsseite der schwache Export im Jahr 2018. Darüber hinaus ist der Expansionsbeitrag des Bereichs Handel, Verkehr und Gastgewerbe in Deutschland und vor allem in Frankreich deutlich schwächer ausgefallen, was mit der Schwäche des privaten Konsums in diesen Ländern korrespondiert. In Frankreich dürften die ausgedehnten Streiks im Transportsektor im Frühjahr und die Gelbwesten-Proteste gegen Jahresende die Dynamik dieses Wirtschaftsbereichs beeinträchtigt haben. In Spanien und den Niederlanden sind die Beiträge vieler Wirtschaftsbereiche im Vergleich der Jahre 2017 und 2018 – mit Ausnahme des Verarbeitenden Gewerbes – vergleichsweise unauffällig. Die konjunkturelle Verlangsamung war hier allerdings auch weniger deutlich.

Da die Konjunkturertrübung in den drei größten Volkswirtschaften des Euroraums besonders ausgeprägt war, erscheint hier eine unterjährige Expansionszerlegung sinnvoll (Abbildung K1-3). In Deutschland ist die Expansionsrate im Verlauf stetig zurückgegangen. Das Verarbeitende Gewerbe, das bis ins vierte Quartal 2017 noch kräftig expandiert hatte, konnte die Dynamik in der ersten Jahreshälfte 2018 offenbar außenhandelsbedingt nicht halten. Im dritten und vierten Quartal ist dieser Wirtschaftsbereich

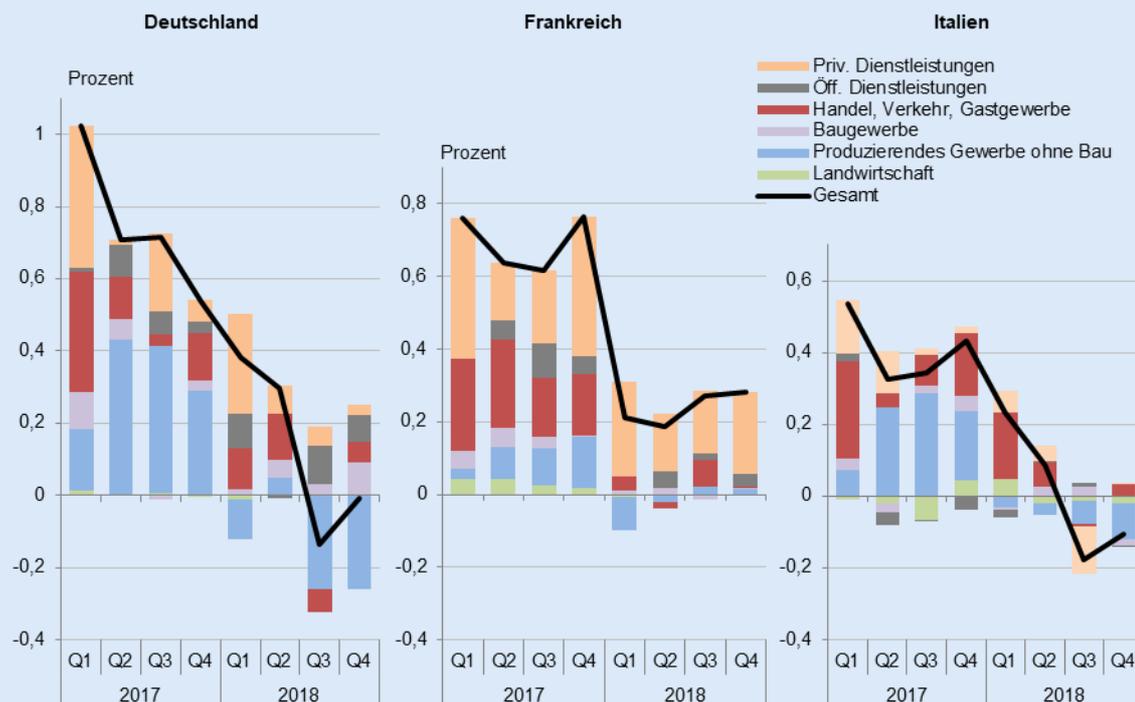
Abbildung K1-2:

Entstehung: Beiträge zur Expansion der Bruttowertschöpfung im Jahresverlauf 2016–2018



abermals deutlich geschrumpft, was zusammen genommen rund einen halben Prozentpunkt beim Zuwachs der gesamtwirtschaftlichen Bruttowertschöpfung im Jahr 2018 gekostet hat. Die Schrumpfung des Verarbeitenden Gewerbes ist wohl maßgeblich auf temporäre Sondereffekte im Automobilsektor, in der Binnenschifffahrt und in der Produktion von Pharmazeutika zurückzuführen. Deren abgeschätzte makroökonomische Größenordnung deckt sich in etwa mit der Analyse dieser Sonderfaktoren anhand synthetischer Kontrollgruppen in Ademmer et al. (2019: Kasten 1): Demnach ist die deutsche Industrieproduktion aufgrund der Sonderfaktoren im Gesamtjahr 2018 um 2 bis 2,5 Prozent niedriger ausgefallen, was bei einem Wertschöpfungsanteil des Verarbeitenden Gewerbes von rund einem Viertel ebenfalls auf eine Größenordnung von einem halben Prozentpunkt beim Bruttoinlandsprodukt hindeutet – oder etwas mehr, wenn mögliche Ausstrahleffekte auf inländische Dienstleister berücksichtigt werden. In Frankreich hat sich im Jahr 2018 vor allem die Dynamik in den Bereichen Handel, Verkehr und Gastgewerbe spürbar abgeschwächt, besonders ausgeprägt im zweiten Quartal (ausgedehnte Streiks im Transportsektor) sowie im vierten Quartal (Gelbwesten). Der kumulierte Expansionsbeitrag dieser Wirtschaftsbereiche war im Jahresverlauf 2018 rund 0,6 Prozentpunkte geringer als im Verlauf des Jahres 2017. Darüber hinaus deckt sich der geringere Expansionsbeitrag des Verarbeitenden Gewerbes in Frankreich in etwa mit dem geringeren Expansionsbeitrag der Exporte auf der Verwendungsseite. Schließlich hat sich die Dynamik in Italien spürbar verlangsamt, besonders stark im verarbeitenden Gewerbe. Im Jahresverlauf wurden jedoch auch binnenwirtschaftlich geprägte Bereiche zunehmend vom Abschwung erfasst.

**Abbildung K1-3:**  
**Entstehung: Beiträge zur Expansion der Bruttowertschöpfung je Quartal 2017-2018**



Quartalsdaten; preis-, kalender- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal in Prozent. Private Dienstleistungen: Wirtschaftsbereiche J-N und R-T (nach Klassifikation NACE Rev. 2).

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen.

**Fazit**

Die Konjunktur im Euroraum ist in erster Linie durch geringere Impulse aus dem internationalen Umfeld aus dem Tritt geraten. Der Rückgang der Jahresverlaufsrate von 2,7 (2017) auf 1,1 Prozent (2018) beträgt 1,6 Prozentpunkte. Gemäß der vorangegangenen Analyse kann grob abgeschätzt werden, dass der im Vergleich zum Vorjahr sehr schwache Export für mehr als zwei Drittel dieser Verlangsamung bzw. für etwas mehr als einen Prozentpunkt verantwortlich ist. Länderspezifische Sonderfaktoren spielen im Vergleich dazu eine weitaus geringere Rolle. Die Probleme im Automobilbereich und in der Binnenschifffahrt, die sich vor allem auf Deutschland konzentrieren, machen auf Ebene des Euroraums wohl knapp 2 Zehntel beim Zuwachs des Bruttoinlandsproduktes aus und die Sozialproteste in Frankreich ein weiteres Zehntel.

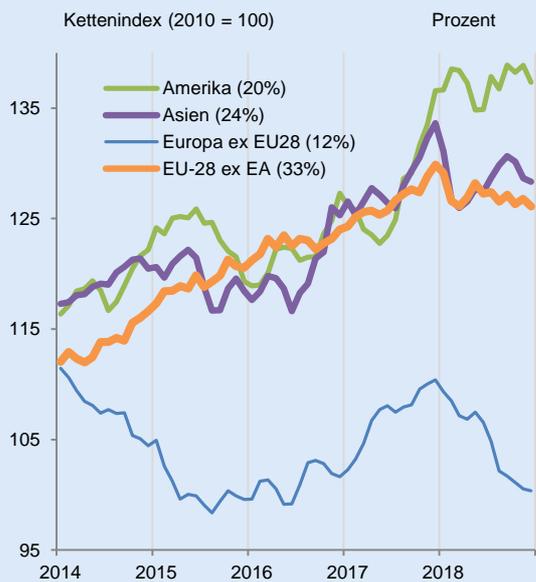
mentiert, dass der Euroraum angesichts der geografischen Ausrichtung des Außenhandels und seiner Produktspezialisierung von der Abschwächung bzw. Verlangsamung des Welt-handelwachstums besonders betroffen sei.

**Die wirtschaftliche Expansion hat vor allem in den großen Mitgliedsländern spürbar an Schwung verloren.** Die Produktion ist im Vergleich zum Vorjahresquartal zwar in allen Mitgliedsländern außer Italien ausgeweitet worden, das Expansionstempo hat im Vergleich zum Jahr 2017 jedoch vielerorts nachgelassen, ins-

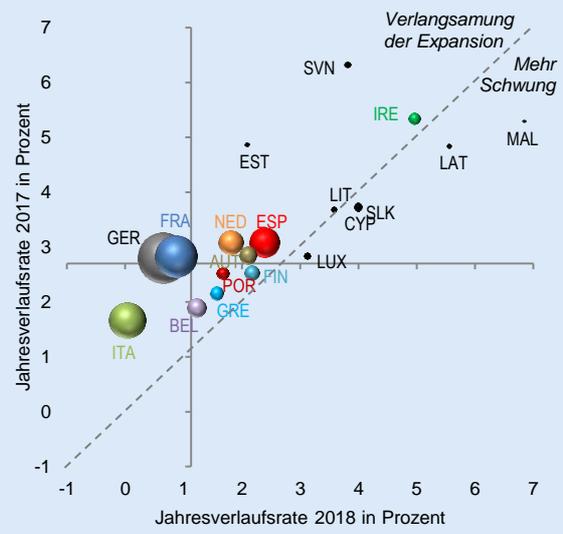
besondere bei den größeren Mitgliedsländern (Abbildung 6). In Frankreich und Deutschland lag die Expansion über die vergangenen vier Quartale nur noch bei 0,9 bzw. 0,6 Prozent, nach jeweils 2,8 Prozent im Verlauf des Vorjahres. In Italien stagnierte die Wirtschaftsleistung im Jahresverlauf; die Quartalsraten der zweiten Jahreshälfte waren sogar leicht negativ. Auch in Spanien hat sich die Expansion gegenüber dem Jahr 2017 verlangsamt. Weiter kräftig war der Produktionsanstieg in einigen mittel- und osteuropäischen Ländern. Im Durchschnitt expan-

dierte die Wirtschaft im Euroraum über die vier Quartale des Jahres 2018 mit nur noch 1,1 Prozent, nach 2,7 Prozent im Jahr 2017.

**Abbildung 4:**  
Exporte des Euroraums nach Weltregion 2014–2018

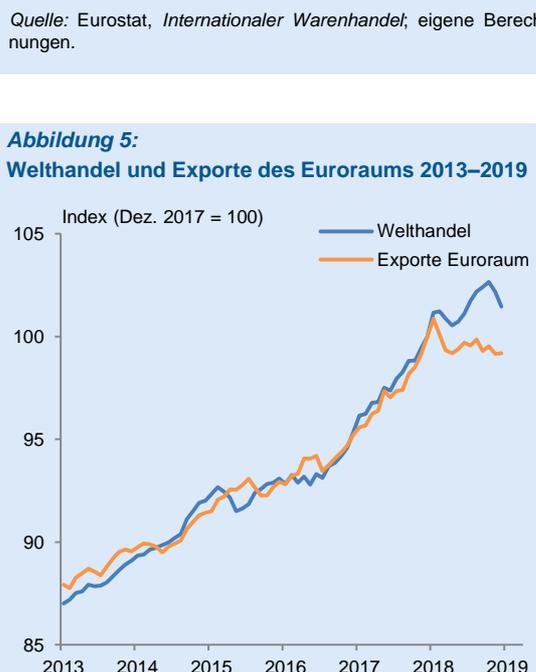


**Abbildung 6:**  
Jahresverlaufsrate nach Ländern 2017 vs. 2018

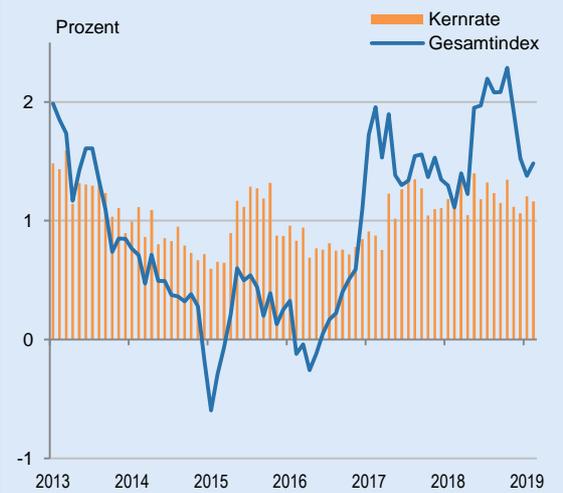


Quartalsdaten; preis-, kalender und saisonbereinigt. Veränderung des vierten Quartals gegenüber dem Vorjahresquartal. Irland und Luxemburg 2018: Q3 gegenüber Vorjahresquartal. Fläche der Blasen proportional zum Bruttoinlandsprodukt. Die Achsen schneiden bei den Jahresverlaufsrate des Euroraums.

**Abbildung 5:**  
Welthandel und Exporte des Euroraums 2013–2019



**Abbildung 7:**  
Verbraucherpreisinflation 2013–2019



**Die Verbraucherpreisinflation ist wieder auf rund 1,5 Prozent zurückgegangen.** Mitte des vergangenen Jahres lagen die harmonisierten Verbraucherpreise mehrere Monate um mehr

als zwei Prozent über ihrem Vorjahreswert, im Vergleich dazu war der Preisanstieg zuletzt (Februar) wieder etwas moderater (Abbildung 7). Ein wesentlicher Grund des geringeren Preisauftriebs war, dass der Ölpreis jüngst nicht mehr wesentlich über seinem Vorjahreswert lag. Die Kernrate der Inflation, die Preisänderungen von Energie und unverarbeiteten Lebensmitteln ausblendet, lag währenddessen weitgehend stabil bei rund 1,2 Prozent.

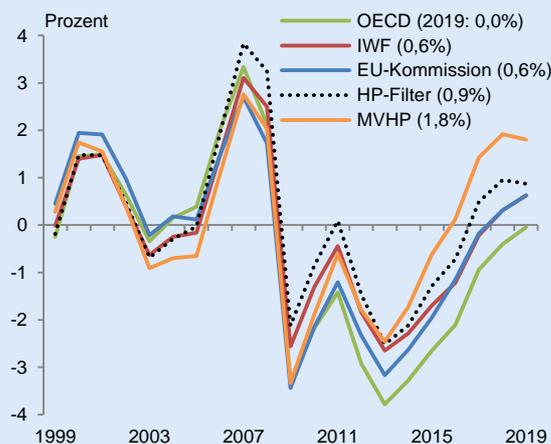
### Zyklusbild: Produktionskapazitäten weiterhin gut ausgelastet

**Potenzialschätzungen für den Euroraum zeigen für das laufende Jahr eine leichte Überauslastung an.** Nach jüngsten Schätzungen des Internationalen Währungsfonds, der Europäischen Kommission und der OECD liegt die Produktionslücke im laufenden Jahr zwischen 0 und 0,6 Prozent (Abbildung 8). Demnach sind die gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten im Durchschnitt der Währungsunion in etwa normal ausgelastet. Wird der Verlauf des Bruttoinlandsprodukts im Euroraum – verlängert bis 2020 durch die hier vorgelegte

Kurzfristprognose – mit einem einfachen HP-Filter geglättet, so liegt die Produktionslücke im laufenden Jahr bei 0,9 Prozent. Auf eine bereits etwas weiter geöffnete Produktionslücke deuten Glättungsverfahren hin, die durch geeignete zyklische Variablen unterstützt werden (EZB 2015; Ademmer et al. 2018: Kasten 1). Unter Berücksichtigung der Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe erreicht die Produktionslücke im laufenden Jahr 1,8 Prozent, was eine deutliche Überauslastung der Produktionskapazitäten nahelegt. Bei den in dieser Konjunkturprognose unterstellten Expansionsraten für die Jahre 2019 und 2020 wird sich die Produktionslücke allerdings nicht weiter öffnen.

**Laut Unternehmensbefragungen haben sich bestehende Kapazitätsengpässe zuletzt leicht entspannt.** Gleichwohl liegt der Anteil der Unternehmen, deren Produktion durch einen Nachfragemangel beschränkt war, deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt (Abbildung 9). Auch der Anteil der Unternehmen, deren Produktion durch einen Mangel an geeigneten Arbeitskräften beschränkt wird, ist nach wie vor auf einem historisch sehr hohen Niveau. Die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe liegt ebenfalls deutlich über dem langjährigen Mittelwert, wenngleich sie im Verlauf des Jahres 2018 geringfügig zurückgegangen ist. Insgesamt ist der Auslastungsgrad den Unter-

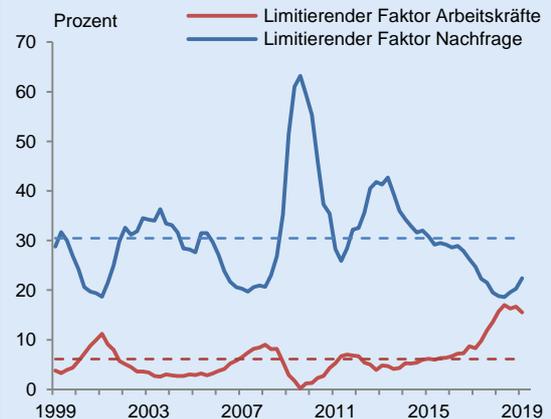
Abbildung 8: Produktionslücke im Euroraum 1999–2019



Jahresdaten. In Klammern: Schätzung der Produktionslücke für das Jahr 2018. HP-Filter mit  $\lambda=100$  und eigener Prognose für 2019 bis 2020. MVHP: Multivariater HP-Filter mit der Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe als zusätzlicher zyklischer Variable.

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

Abbildung 9: Limitierende Faktoren für die Produktion 1999–2019



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.

nehmensbefragungen zufolge höher, als die geschätzten Produktionslücken der internationalen Institutionen oder die verschlechterte unternehmerische Stimmungslage in der Industrie vermuten lassen.

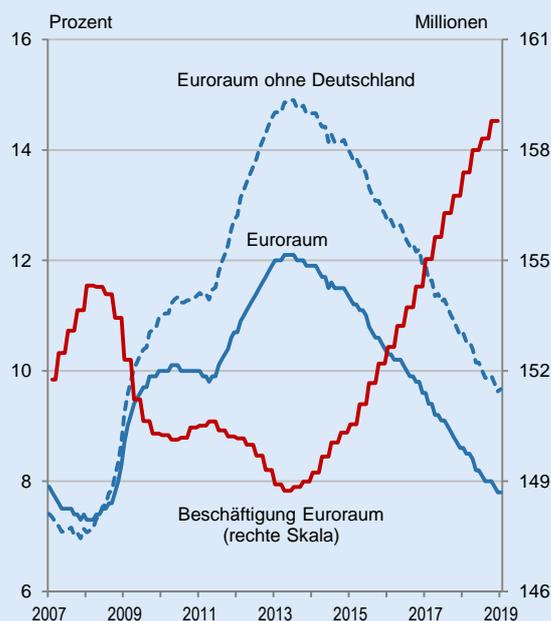
### Arbeitsmarkt: Sinkende Arbeitslosigkeit, anziehende Löhne

**Trotz der langsameren konjunkturellen Gangart ist die Arbeitslosenquote im Euroraum weiter rückläufig.** Bis zum Januar ist sie auf 7,8 Prozent (ohne Deutschland: 9,7 Prozent) gefallen (Abbildung 10). Parallel dazu stieg die Beschäftigung um rund 1,3 Prozent binnen Jahresfrist. Vergleichsweise hoch ist die Arbeitslosenquote immer noch in Frankreich, Italien, Spanien und Griechenland. In Frankreich (knapp 9 Prozent) und Italien (10,5 Prozent) gab es zuletzt eine Seitwärtsbewegung, während sich der Trend rasch zurückgehender Arbeitslosigkeit in Spanien und Griechenland fortsetzte. In vielen Ländern liegt die Arbeitslosenquote inzwischen in der Nähe historischer Tiefststände, so dass der weitere Beschäfti-

gungsaufbau zunehmend durch angebotsseitige Engpässe gebremst wird; Anspannungen aufgrund fehlender qualifizierter Arbeitskräfte dürften künftig zunehmen. Der Rückgang der Arbeitslosigkeit wird sich angesichts der zunehmenden Arbeitskräfteknappheit in einigen Mitgliedsländern und der langsameren konjunkturellen Grundtendenz wohl abflachen.

**Der Trend höherer Tarifabschlüsse setzt sich fort.** Die allgemeine Lohndynamik im Euroraum hat sich in den zurückliegenden Quartalen spürbar belebt. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer nahm im vierten Quartal 2018 um 2,2 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal zu (Abbildung 11). Die Tarifverdienste zogen ebenfalls mit 2,2 Prozent gegenüber dem Vorjahresquartal an. Die steigenden Lohnzuwächse spiegeln die zunehmende Arbeitskräfteknappheit in einigen Ländern wider, zudem kommt darin ein Ausgleich für die moderate Erhöhung der Verbraucherpreise in der jüngeren Vergangenheit zum Ausdruck – in den Jahren 2017 und 2018 lagen die Verbraucherpreise 1,5 bzw. 1,7 Prozent höher als im Vorjahr, nachdem sie in den Jahren 2015 und 2016 nahezu unverändert geblieben waren. Angesichts sinkender Arbeitslosenquoten und weiterhin moderater Teuerungsraten dürften sich

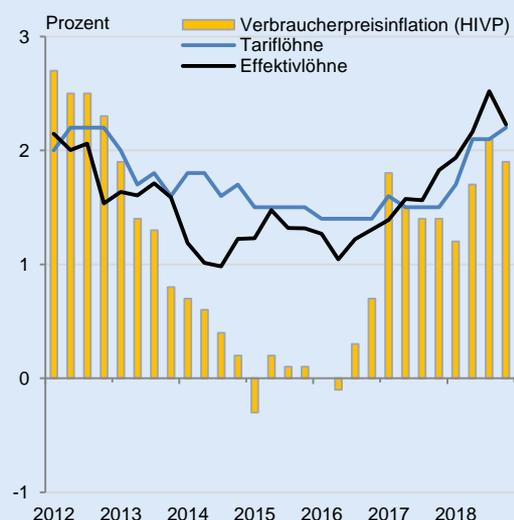
**Abbildung 10:**  
Arbeitslosenquote und Beschäftigung 2007–2019



Monatsdaten, Saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, *Arbeitsmarktstatistik*; eigene Berechnungen.

**Abbildung 11:**  
Lohnentwicklung im Euroraum 2012–2018



Quartalsdaten; Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal.

Quelle: Europäische Zentralbank; eigene Berechnungen.

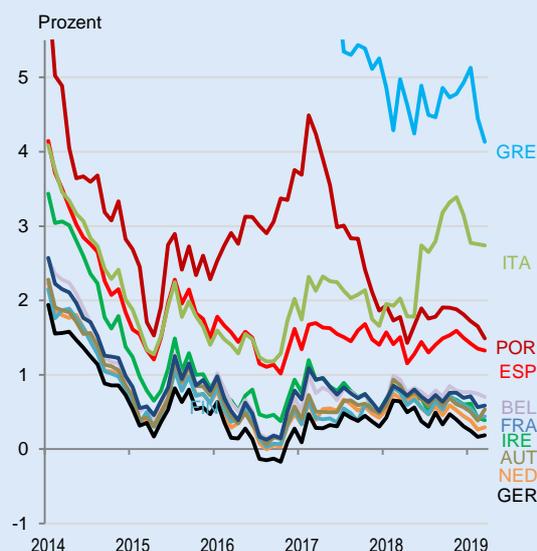
die Löhne – insbesondere in Ländern mit niedriger Arbeitslosigkeit – auch zukünftig dynamischer entwickeln als in den Vorjahren.

**Günstiges Finanzierungsumfeld – weitere Lockerung durch die EZB**

Die Europäische Zentralbank (EZB) ergreift weitere Maßnahmen zur Lockerung ihrer Geldpolitik. Die Leitzinsen sollen nunmehr mindestens bis über das Ende des laufenden Jahres auf ihrem derzeitigen Niveau belassen werden und die Rückflüsse aus fällig werden den Wertpapieren aus den Kaufprogrammen auch noch längere Zeit nach einem etwaigen ersten Zinsschritt reinvestiert werden. Darüber hinaus sollen ab September 2019 bis März 2021 neue gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte mit Laufzeiten von jeweils zwei Jahren angeboten werden. Ferner sollen die Kreditgeschäfte der EZB bis mindestens März 2021 im Modus von Mengentendern mit Vollzuteilung durchgeführt werden. Eine Straffung der Geldpolitik ist damit auf längere Zeit nicht in Sicht; wir erwarten, dass ein erster Zinsschritt nicht vor der zweiten Hälfte des kommenden Jahres erfolgen wird. Auch die Finanzmärkte rechnen nicht mit einer zeitnahen Zinsanhebung durch die EZB (Kasten 2).

**Das Finanzierungsumfeld bleibt günstig.** Zwar waren im Zusammenhang mit der Regierungsbildung in Italien die Zinsen italienischer Staatsanleihen rapide gestiegen – bei zehnjährigen Titeln von 1,8 Prozent im Mai auf 3,4 Prozent im Oktober 2018. Allerdings sanken sie zuletzt und auch der Zinsabstand gegenüber Bundesanleihen ging zurück, wenngleich er mit 2,5 Prozentpunkten immer noch deutlich über dem Niveau von vor einem Jahr liegt und es weiterhin fraglich ist, ob Italien ein Kreditrating mit Investmentgrad wird halten können. Zu einer Ansteckung kam es nicht: die Zinsen für andere Euroraumstaaten zeigten sich weitgehend unbeeindruckt von den Entwicklungen in Italien (Abbildung 12). Gleichzeitig blieben die Finanzierungsbedingungen für Privatakteure nahezu unverändert und im historischen Vergleich sehr günstig. Der Kreditkosten-Indikator der EZB für Wohnungsbaukredite an Haushalte stand im Januar bei 1,8 und der für Unterneh-

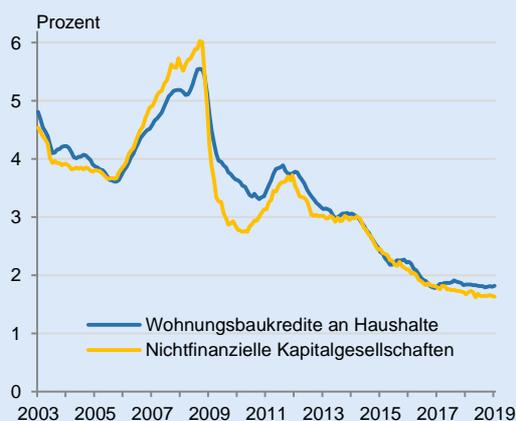
Abbildung 12: Zinsen auf Staatsanleihen 2014–2019



Monatsdaten, Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit. Griechenland: zum Teil außerhalb der gewählten Skala.

Quelle: Thomson Reuters Eikon.

Abbildung 13: Kreditkosten 2003–2019



Monatsdaten; bei Neugeschäften.

Quelle: Europäische Zentralbank, Composite Cost of Borrowing Indicators.

menskkredite bei 1,6 Prozent (Abbildung 13). Dieses Bild hat auch bei länderweiser Betrachtung Bestand: In keinem Land des Euroraums kam es zu nennenswerten Veränderungen der Kreditkosten-Indikatoren.<sup>1</sup> Ausweislich des

<sup>1</sup> Zwar sind die Indikatoren insbesondere für nicht-finanzielle Unternehmen in kleinen Mitgliedsländern wie Malta aber auch Griechenland im Monatsverlauf recht volatil, jedoch zeichnete sich in diesen Fällen ebenfalls kein gerichteter Trend ab.

**Kasten 2:**

**Markterwartungen über die Zinsentwicklung und die Geldpolitik**

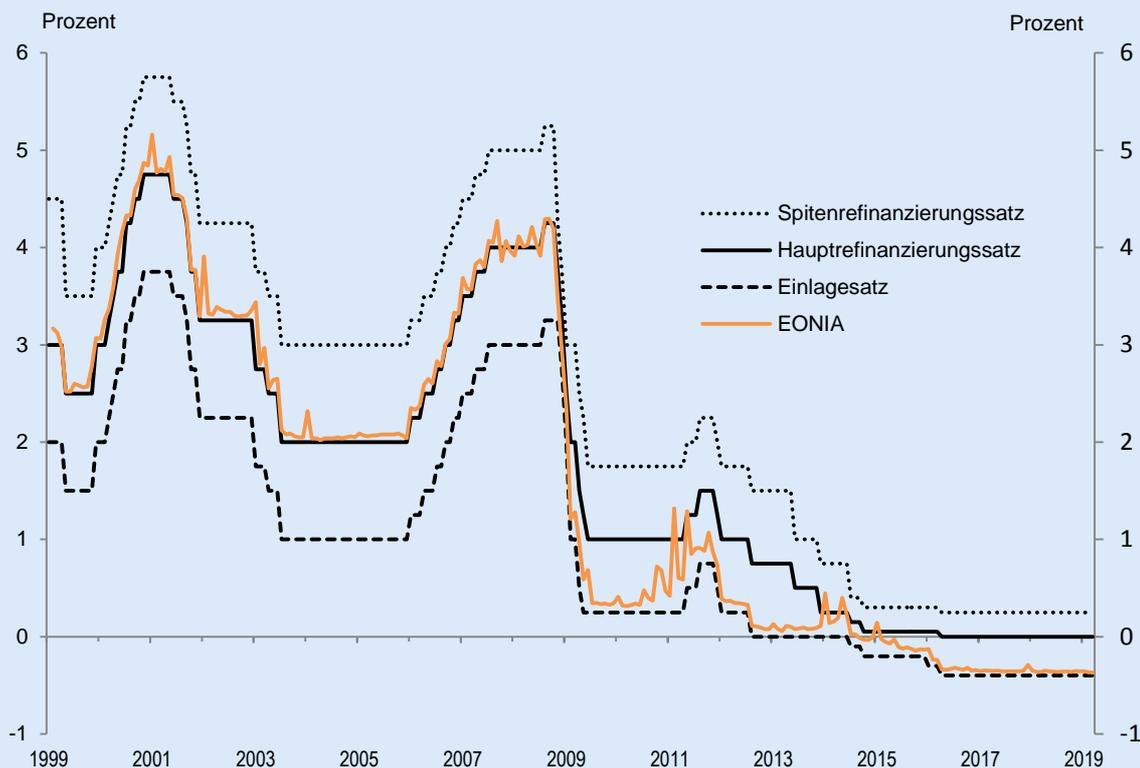
Auf Basis der Preise von standardisierten Finanzmarktprodukten wie Zins-Futures und Zinsswaps im Termingeschäft („forward swaps“) kann auf die Markterwartungen von Finanzmarktteilnehmern über die zukünftige Entwicklung kurz- und langfristiger Zinsen geschlossen werden. Die abgeleitete Zinsentwicklung lässt auch Rückschlüsse auf die erwarteten geldpolitischen Rahmenbedingungen zu. Dabei ist freilich zu berücksichtigen, dass die impliziten Markterwartungen vom konjunkturellen Ausblick der Marktteilnehmer abhängen, der von unserer Einschätzung abweichen kann.

**Hintergrund: Der geldpolitische Rahmen**

Das Leitzinsband der Europäischen Zentralbank (EZB) befindet sich seit der globalen Finanzkrise auf einem historisch äußerst niedrigen Niveau (Abbildung K2-1). Dieses Zinsband wird nach oben durch den Spitzenrefinanzierungssatz und nach unten durch den Einlagesatz begrenzt. Bis zum März 2016 war das Zinsband zudem symmetrisch um den Hauptrefinanzierungssatz aufgespannt, während es zuletzt asymmetrisch war: Der Abstand des Hauptrefinanzierungssatzes (0 Prozent) zum oberen Ende des Zinsbandes betrug nun 0,25 Prozentpunkte, der Abstand zum unteren Ende war dagegen mit 0,4 Prozentpunkten etwas höher. Der durchschnittliche Interbankenzins für Übernachtkredite (EONIA = Euro overnight interest average) bleibt grundsätzlich innerhalb dieses Bandes: Wäre der Interbankenzins niedriger als der Einlagesatz, könnte überschüssige Liquidität einfach bei der EZB deponiert werden statt sie zu verleihen; wäre der Interbankenzins höher als der Spitzenrefinanzierungssatz, würden Finanzinstitute kurzfristig benötigte Liquidität einfach bei der EZB statt auf dem Interbankenmarkt beschaffen. Historisch gesehen lag der Interbankenzins EONIA in geldpolitisch normalen Zeiten in der Nähe des Hauptrefinanzierungssatzes. In den vergangenen Jahren befand er sich aufgrund erheblicher Mengen überschüssiger Liquidität – insbesondere seit Beginn des quantitativen Lockerungsprogramms im Jahr 2015 – am unteren Rand des Zinsbandes.

**Abbildung K2-1:**

**Das Zinsband der Europäischen Zentralbank 1999–2019**



Monatsdaten. EONIA = Euro overnight interest average.

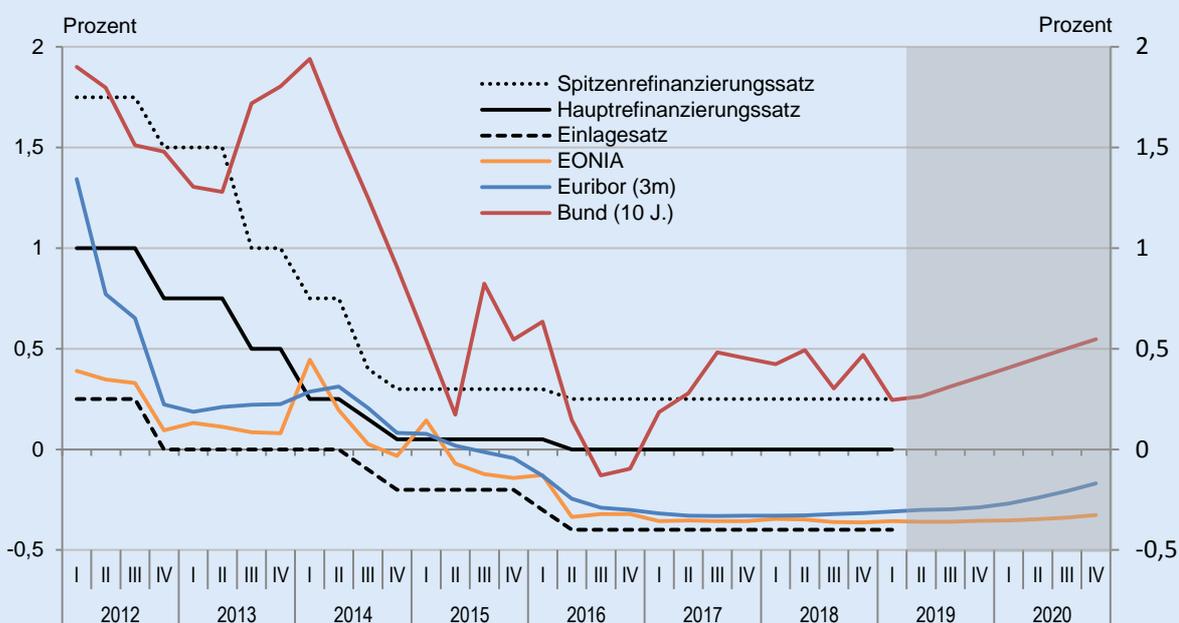
Quelle: Europäische Zentralbank, Monatsbericht, Thomson Reuters Eikon.

### Ableitung von Zinserwartungen aus Finanzderivaten

Zins-Futures sind standardisierte Terminkontrakte, mit denen auf die Entwicklung eines zugrunde liegenden Zinssatzes gesetzt werden kann.<sup>a</sup> Im Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage in diesem sehr liquiden Marktsegment reflektieren die Futures-Preise die Markterwartungen der Finanzinvestoren über den Referenzzinssatz. Aus den Preisen von Futures mit unterschiedlichen Zeithorizonten kann ein Zinspfad für den Prognosezeitraum ermittelt werden, beispielsweise für den Interbankenzins EONIA und den Dreimonats-Euribor (Abbildung K2-2). Die Entwicklung langfristiger Zinsen lässt sich zudem mit „forward swaps“ prognostizieren (Ji und Kingma 2018).<sup>b</sup> So erwarten die Investoren derzeit, dass Bundesanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit Ende des Jahres 2020 mit rund 0,5 Prozent rentieren werden.<sup>c</sup>

Abbildung K2-2:

Abgeleitete Markterwartungen für kurz- und langfristige Zinsen 2012–2020



Quartalsdaten; grau hinterlegt: Abgeleitete Markterwartungen auf Basis von EONIA- und Euribor-Futures sowie „forward swaps“ für langfristige Zinsen. Stand: 8.3.2019.

Quelle: Europäische Zentralbank, Monatsbericht; Thomson Reuters Eikon; eigene Berechnungen.

### Rückschlüsse auf die erwartete Geldpolitik

Die abgeleiteten Zinspfade für den Interbankenzins, Dreimonatsgeld und 10-jährige Bundesanleihen lassen Rückschlüsse auf die erwartete zukünftige Ausgestaltung der Geldpolitik zu. Nach Beendigung der Nettozukäufe durch das Eurosystem seit Jahresbeginn bleiben große Mengen Überschussliquidität – voraussichtlich über mehrere Jahre – im System und werden den Interbankenzins in der Nähe des Einlagesatzes verharren lassen, der somit gemäß der Futures-Preise im vierten Quartal des Jahres 2020 bei etwa -0,3 Prozent liegen wird. Falls die Europäische Zentralbank die Symmetrie des Zinsbandes wieder herstellen sollte, könnte der Hauptrefinanzierungssatz dann beispielsweise bei +0,1 Prozent liegen und der Spitzenrefinanzierungssatz bei +0,5 Prozent.

Dreimonatsgeld ist Ende des Jahres 2020 gemäß Futures-Preisen für -0,2 Prozent zu haben – auch dies deutet einen sehr langsamen Zinsanstieg an, denn im historischen Durchschnitt lag der Dreimonatssatz oberhalb des Hauptrefinanzierungssatzes. Schließlich lässt der abgeleitete Zinspfad der Bundesanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit ebenfalls nicht auf frühere Zinsschritte schließen: Im historischen Durchschnitt lag die Verzinsung dieser Bundesanleihen rund einen Prozentpunkt höher als der Hauptrefinanzierungssatz der EZB, und nur unter außergewöhnlichen Umständen (Platzen der „dotcom“-Blase, globale Finanzkrise, Euro-Schuldenkrise, quantitatives Lockerungsprogramm) fiel diese Zinsdifferenz zeitweilig unter 0,5 Prozentpunkte. Jenseits solcher Extremsituationen ist zu erwarten, dass dieser Zinsabstand wieder steigen wird.

<sup>a</sup>Der Futures-Preis für Dreimonatsgeld (Euribor) für Dezember 2021 lag zuletzt beispielsweise bei 99,885. Der erwartete Referenzzinssatz für diesen Zeitpunkt beträgt 100 abzüglich des Futures-Preises, also 0,115 Prozent. Wer einen Future-Kontrakt als Käufer abschließt (Long-Position), erhält nach Ablauf die Differenz zwischen dem Referenzzinssatz von 0,115 Prozent und dem tatsächlichen Dreimonats-Euribor zu diesem Zeitpunkt, multipliziert mit dem Kontraktwert von z.B. 100.000 Euro. Liegt der Euribor also im Dezember 2021 nur bei 0 Prozent (was impliziert, dass der zugehörige Future-Preis in der Zwischenzeit auf 100 steigt), so macht der Investor Gewinn, im Beispiel  $0,115 \text{ Prozent} * 100.000 \text{ Euro} = 115 \text{ Euro}$ . Liegt der Euribor zu dem Zeitpunkt dagegen bei 0,5 Prozent (so dass der Future-Preis auf 99,5 sinkt), so macht der Investor entsprechend  $0,385 \text{ Prozent} * 100.000 \text{ Euro} = 385 \text{ Euro}$  Verlust. — <sup>b</sup>Bei einem regulären Zinsswap verpflichten sich die Vertragspartner, zwei Zinsströme gegeneinander zu tauschen, etwa einen variablen Referenzzinssatz gegen einen verabredeten Festzins. Nach Vertragsabschluss wird zu festen Zeitpunkten die jeweilige Differenz zwischen den beiden Zinssätzen übertragen, multipliziert mit einem vorab definierten Kontraktwert. So kann der Vertragspartner, der den Festzins zahlt und den variablen Zins erhält („payer swap“), sich gegen Zinsänderungsrisiken über einen festgelegten Zeitraum (z.B. 10 Jahre) absichern. Zusätzlich kann der Startzeitpunkt für den Zinsswap in die Zukunft verlegt werden, der Zinstausch also auf Termin vereinbart werden: Hierbei handelt es sich um einen „forward swap“: So könnte der Zinstausch erst in 3 Jahren beginnen und dann über 10 Jahre laufen. Der aufgerufene Festzins für diesen „forward swap“ stellt die Markterwartung über den Zins dar, mit dem in drei Jahren ein zehnjähriger Zinsswap abgeschlossen werden kann. Aus den „forward swaps“ mit unterschiedlichen zukünftigen Startzeitpunkten und zehnjähriger Laufzeit kann auf die Markterwartung für zehnjährige Finanzierungen geschlossen werden. Schließlich ist die Höhe des Festzinses, der bei Abschluss eines Zinsswaps aufgerufen wird, nahezu perfekt korreliert mit den Renditen risikoarmer Staatsanleihen derselben Laufzeit. Um etwa die Markterwartung für die Renditen von Bundesanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit zu bestimmen, muss der abgeleitete Zinspfad für einen zehnjährigen Zinsswap allerdings noch auf das (geringere) Risiko umgerechnet werden, das mit Bundesanleihen assoziiert wird. Hierzu wird der sogenannte „swap spread“ abgezogen, also die übliche Differenz zwischen einem 10-jährigen Zinsswap und der Verzinsung 10-jähriger Bundesanleihen. — <sup>c</sup>Die Ankündigungen auf der Pressekonferenz der Europäischen Zentralbank im Anschluss an die Ratssitzung vom 7.3.2019 haben die Markterwartungen abermals in die Richtung eines späteren Zinsanstiegs verschoben.

**Abbildung 14:**  
Kreditvergabe an den Privatsektor 2005–2019



Monatsdaten, Veränderung gegenüber dem Vorjahresmonat. Korrigiert um Kreditveräußerungen und Verbriefungen.

Quelle: Europäische Zentralbank, BSI.

Bank Lending Surveys hielten die Banken ihre Kreditbedingungen zuletzt in etwa bei und sahen sich einer steigenden Nachfrage gegenüber. Die Summe der Kredite an den privaten Sektor nahm auch im Januar weiter zu (Abbil-

dung 14). Die Wohnungsbaukredite an Haushalte stiegen im Vorjahresvergleich um 3,2 Prozent. Gleichzeitig legten Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen um 3,3 Prozent zu, womit sie sich allerdings zum Jahresauftakt etwas verhaltener entwickelten als noch im Dezember (damals 3,9 Prozent).

### Finanzpolitik: Steigende Defizite der öffentlichen Haushalte im Euroraum in Sicht

Die Budgetsituation der öffentlichen Haushalte hat sich im Jahr 2018 leicht gebessert. Maßgeblich waren hierfür sinkende Zinsausgaben und konjunkturelle Einflüsse. Die Finanzpolitik hat hingegen seit dem Jahr 2014 in der Tendenz das Budget belastet. Seit Ende der akuten Phase der Schuldenkrise im Euroraum, die mit deutlichen Konsolidierungsmaßnahmen einherging, wird eine leicht expansive Politik verfolgt, die sich im laufenden Jahr wohl verstärken wird und auch im kommenden Jahr anhalten dürfte. Wir rechnen mit einem expansiven Impuls im laufenden Jahr und einer nahezu neutralen Ausrichtung der Finanzpolitik im kommenden Jahr. Da vonseiten der Konjunktur

die Entlastung des Budgets nachlässt und sich die Einsparungen bei den Zinsausgaben abschwächen, dürfte das Budgetdefizit im Euroraum zunächst moderat steigen und sich im kommenden Jahr nur wenig verändern. Insgesamt rechnen wir mit einem Budgetsaldo von -1,0 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2019 nach -0,6 Prozent im Jahr 2018 (Euroraum ohne Deutschland im Jahr 2019: -1,9 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt nach -1,6 Prozent im Jahr 2018). Damit dürfte das Budgetdefizit erstmals seit dem Jahr 2011 wieder steigen. Im Jahr 2020 wird der Budgetsaldo wohl nur wenig auf -1,1 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt sinken und sich im Euroraum ohne Deutschland leicht auf -1,8 Prozent verbessern (Tabelle 1).

**Tabelle 1:**  
Budgetsaldo des Staates im Euroraum 2017–2020

	2017	2018	2019	2020
Deutschland	1,0	1,7	1,2	0,7
Frankreich	-2,6	-2,9	-3,4	-3,2
Italien	-2,3	-2,1	-2,7	-2,6
Spanien	-3,1	-2,7	-2,6	-2,5
Niederlande	1,1	1,5	1,3	1,4
Belgien	-1,0	-0,5	-0,8	-0,7
Österreich	-0,7	0,0	0,1	0,2
Irland	-0,3	-0,1	-0,1	0,0
Finnland	-0,6	-0,4	-0,4	-0,3
Portugal	-3,0	-1,1	-1,0	-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	-1,0	-0,6	-1,0	-1,1
Euroraum ohne Deutschland	-1,8	-1,6	-1,9	-1,8

Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

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

**Politische Auseinandersetzungen führen zu einer Abkehr vom Konsolidierungskurs in Frankreich.** Infolge der Demonstrationen der Gelbwesten-Bewegung wurden die Pläne, die Energiesteuern zu erhöhen, fallen gelassen und zusätzliche Sozialausgaben beschlossen. Insgesamt wird die Budgetwirkung des finanzpoliti-

schen Schwenks mit gut 10 Mrd. Euro beziffert (gut 0,4 Prozent in Relation zur Wirtschaftsleistung). Nur zu einem geringen Teil sollen diese Maßnahmen durch eine teilweise Verschiebung der Unternehmensteuerreform, Einsparungen im Staatsapparat und einer zusätzlichen Steuer für die digitale Wirtschaft finanziert werden. Bereits im Jahr 2018 dürfte das Budgetdefizit wieder gestiegen sein und sich auf knapp 3 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt belaufen. Die unterbliebene Steuererhöhung sowie die zusätzlichen Ausgaben, die vorwiegend im laufenden Jahr wirksam werden, führen wohl zu einem weiteren Anstieg des Defizits im laufenden Jahr auf 3,4 Prozent in Relation zur Wirtschaftsleistung. Im Jahr 2020 dürfte der Fehlbetrag im Budget wieder leicht auf dann 3,2 Prozent in Relation zur Wirtschaftsleistung sinken.

**Die stagnierende Wirtschaft engt die Spielräume der italienischen Finanzpolitik weiter ein.** Der Streit um das diesjährige Budget zwischen italienischer Regierung und europäischer Kommission wurde mit einem Kompromiss zeitweilig beigelegt. Die EU-Kommission hat der italienischen Regierung höhere Neuverschuldungsspielräume zugestanden, die unter anderem zur Einführung des sogenannten Bürgergelds genutzt wurde. Die Zugeständnisse basierten allerdings auf Prognosen, die angesichts der jüngsten wirtschaftlichen Abwärtsentwicklung inzwischen unrealistisch sind. Wir gehen davon aus, dass die italienische Regierung die Ausgaben an die zu erwartenden Mindereinnahmen nicht im gleichen Maße anpassen wird. Insgesamt rechnen wir mit einem deutlichen Anstieg des Budgetdefizits, das im Jahr 2018 bei 2,1 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt lag, auf 2,7 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt; für das Jahr 2020 gehen wir von einem ähnlichen hohen Defizit aus.

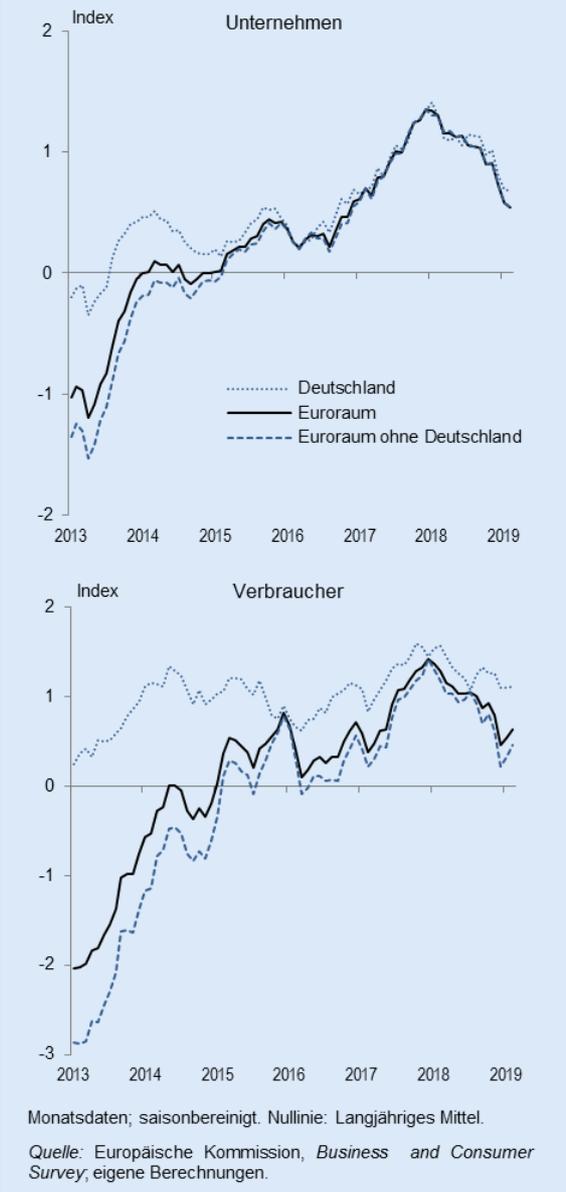
**Das im Parlament durchgefallene Budget für das Jahr 2019 beeinträchtigt die Konsolidierung der Staatsfinanzen in Spanien.** Die im Jahr 2018 ins Amt gekommene Regierung um Premierminister Pedro Sanchez hatte im Budget 2018 mehrere expansive Maßnahmen auf den Weg gebracht. Mit dem Budget für das Jahr 2019 sollte ein Schritt hin zur Konsolidierung des Haushalts durch verschie-

dene Steuererhöhungen unternommen werden. Zwar waren auch steigende Sozialausgaben vorgesehen, doch per Saldo sollte das Budgetdefizit zurückgeführt werden. Durch die Abstimmungsniederlage im Februar dieses Jahres gilt weiterhin der Budgetplan des Vorjahres. Da inzwischen auch die konjunkturbedingte Entlastung des Budgets geringer ausfallen wird und die Zinsausgaben nicht mehr so schnell sinken, dürfte sich der Budgetsaldo kaum verändern. Freilich besteht angesichts der für den April 2019 angesetzten Neuwahlen Unsicherheit über den künftigen finanzpolitischen Kurs in Spanien. Insgesamt rechnen wir für das Jahr 2019 mit einem Defizit von 2,6 Prozent nach 2,7 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2018.

**Ausblick: Konjunktur bleibt in der Grundtendenz verhalten**

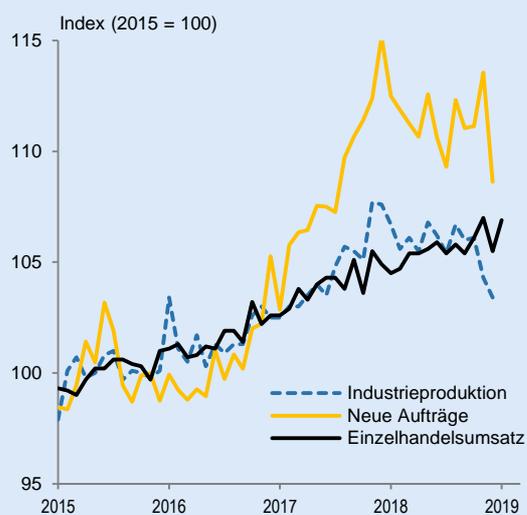
Frühindikatoren deuten auf eine nur noch schleppende Produktionsausweitung im ersten Halbjahr hin, dennoch erwarten wir aufgrund wegfallender dämpfender Sonderfaktoren einen moderaten Anstieg der Wirtschaftsleistung. Die Unternehmenszuversicht, gemessen am Economic Sentiment Indicator (ESI) der Europäischen Kommission liegt zwar noch über dem langjährigen Durchschnitt, ist zuletzt aber deutlich zurückgegangen (Abbildung 15). Dabei hat sich die Stimmung in der Industrie, deren Teilindikator beim ESI überproportional hoch gewichtet ist, besonders stark eingetrübt. Der Markit-Einkaufsmanagerindex (PMI), dessen Gewichtung sich stärker nach den jeweiligen Wertschöpfungsanteilen der Wirtschaftsbereiche richtet, ist zuletzt (Februar) dank einer Stimmungsaufhellung bei den Dienstleistern wieder leicht auf rund 52 Punkte gestiegen und deutet damit auf einen verhaltenen Produktionsanstieg von 0,2 Prozent im ersten Quartal hin. Der EuroCOIN-Indikator zeigt derzeit ein zugrunde liegendes Expansionstempo für den Euroraum von einem Viertelprozent je Quartal an, und der Euroframe-Indikator lässt eine Zuwachsrate von 0,3 Prozent für das erste Quartal erwarten (Euroframe 2019). Die Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe sind zum Jahresende 2018 abermals

**Abbildung 15:**  
**Stimmungsindikatoren 2013–2019**



eingebrochen, während sich die Industrieproduktion nach einer schwachen Entwicklung zum Jahresende gemäß jüngst veröffentlichter Produktionsdaten für einige große Mitgliedsländer im Januar offenbar erholt hat (Abbildung 16). Die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen hat sich zuletzt (Januar) gegenüber dem Herbst des Vorjahres etwas verlangsamt, während die Kredite an Haushalte mit gleichbleibenden Raten ausgeweitet wurden. Die Einzelhandelsumsätze haben sich im Januar erholt und bleiben insgesamt aufwärts gerichtet. Gleichwohl deutet das insgesamt durchwachsene

**Abbildung 16:**  
**Konjunkturindikatoren 2015–2019**



Monatsdaten, saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; EZB, Economic Bulletin.

Indikatorenbild darauf hin, dass sich die konjunkturelle Grundtendenz des Euroraums in den vergangenen Monaten weiter verlangsamt hat. Für das erste Halbjahr rechnen wir dennoch mit einem moderaten Produktionsanstieg, da durch den Wegfall von dämpfenden Sonderfaktoren in Deutschland und Frankreich Aufholeffekte zu erwarten sind.

**Temporäre Sonderfaktoren und globale Risiken lasten derzeit auf der Stimmung, dürften im weiteren Verlauf aber an Bedeutung verlieren.** Die fortgesetzten globalen Handelskonflikte, darunter die Androhung von Zöllen im Automobilbereich seitens der USA, die Sorgen um eine Verlangsamung der Expansion in China, sowie die immer noch ungelöste Frage nach der zukünftigen Ausgestaltung der wirtschaftlichen Beziehungen zwischen dem Vereinigten Königreich und der übrigen EU belasten derzeit den Ausblick – gerade im industriellen Bereich. Unter der Annahme, dass sich die damit verbundenen Risiken im Großen und Ganzen nicht materialisieren, während sich temporär belastende Sonderfaktoren insbesondere in Deutschland und Frankreich nach und nach auflösen werden, dürfte sich die Unternehmenszuversicht zukünftig wieder aufhellen. Hinzu kommt, dass die Impulse aus dem internationalen Umfeld im Jahresverlauf 2018 ungewöhnlich schwach waren. Sofern sich die in

Gern et al. (2019: Frühjahr) prognostizierte Expansion des Welthandels wieder im aus der Vergangenheit gewohnten Umfang in steigende Exporte des Euroraums übersetzt, erhält die Wirtschaft in der Währungsunion im weiteren Verlauf wieder substantielle konjunkturelle Impulse aus dem internationalen Umfeld. Gleichzeitig dürfte der private Konsum bei einem fortgesetzten Beschäftigungsaufbau und relativ dynamischen Lohnsteigerungen weiter zulegen. Die Finanzpolitik ist zudem insbesondere im laufenden Jahr expansiv ausgerichtet und unterstützt die Konjunktur. Schließlich dürfte auch die Investitionstätigkeit angesichts der immer noch hohen Kapazitätsauslastung und der unverändert günstigen Finanzierungsbedingungen weiter expandieren (Tabelle 2).

**Die Wirtschaftsleistung im Euroraum wird im Prognosezeitraum moderat zulegen.** Im laufenden Jahr wird der jahresdurchschnittliche Produktionsanstieg wohl bei 1,2 Prozent liegen, im kommenden Jahr dürfte sich der Zuwachs leicht auf 1,5 Prozent erhöhen (Abbildung 17). Die jährlichen Zuwächse im übrigen Euroraum werden dabei ähnlich ausfallen wie in Deutschland (Abbildung 18). Damit haben wir unsere Einschätzung aus der Winterprognose (Gern et al. 2018) für die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2019 um fünf Zehntel reduziert. Die Produktion in Frankreich dürfte im Prognosezeitraum weiter nur verhalten zulegen, während die Wirtschaftsleistung in Italien wohl erst in der zweiten Hälfte des laufenden Jahres allmählich wieder expandieren wird (Tabelle 3).

**Der zugrunde liegende Preisauftrieb bleibt verhalten.** Insgesamt werden die Verbraucherpreise im Durchschnitt der Jahre 2019 und 2020 voraussichtlich 1,3 bzw. 1,5 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 etwa 68 US-Dollar liegen wird. Zudem unterstellen wir eine Konstanz des Wechselkurses. Bei diesen Annahmen dürfte die Teuerungsrate im Jahresverlauf 2019 nach und nach bis auf kaum mehr als ein Prozent zurückfallen und zum Jahresende wieder anziehen. Über weite Strecken des Jahres 2020 werden Basiseffekte vonseiten der Energiepreise annahmegemäß ausgelaufen sein; die

**Tabelle 2:**  
**Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2018–2020**

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

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

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

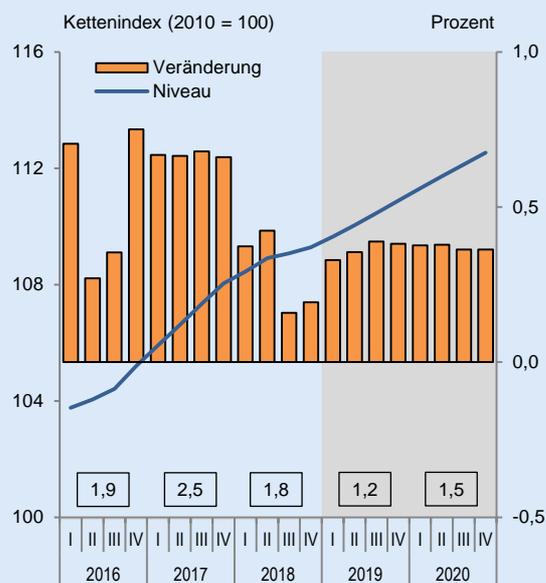
**Tabelle 3:**  
**Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Ländern des Euroraums 2018–2020**

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Deutschland*	29,3	1,5	1,0	1,5	1,9	1,4	1,6	3,4	3,1	3,0
Frankreich	20,5	1,5	1,1	1,4	2,1	1,5	1,6	9,1	8,7	8,4
Italien	15,3	0,8	0,0	0,8	1,3	0,9	0,9	10,6	10,5	10,3
Spanien	10,4	2,5	2,4	1,9	1,7	1,4	1,6	15,3	13,6	12,5
Niederlande	6,6	2,5	1,3	1,7	1,6	1,2	1,3	3,8	3,3	3,0
Belgien	3,9	1,4	1,3	1,4	2,3	1,8	1,9	5,9	5,5	5,2
Österreich	3,3	2,8	1,2	1,3	2,1	1,4	1,5	4,9	4,7	4,6
Irland	2,6	6,1	2,8	3,0	0,5	1,0	1,3	5,7	4,9	4,1
Finnland	2,0	2,2	1,5	1,7	1,2	1,0	1,1	7,4	6,4	5,8
Portugal	1,7	2,1	1,3	1,4	1,2	0,9	1,0	7,1	6,3	5,8
Griechenland	1,6	1,9	2,1	2,3	0,8	0,8	1,1	19,3	17,4	15,5
Slowakei	0,8	4,1	3,7	3,7	2,5	1,8	2,2	6,6	6,0	5,5
Luxemburg	0,5	3,1	3,1	2,8	2,0	1,8	2,1	5,3	4,9	4,7
Slowenien	0,4	4,6	3,2	2,4	1,9	1,4	1,7	5,4	4,9	4,5
Litauen	0,4	3,4	4,0	3,4	2,5	1,7	2,2	6,3	5,7	5,4
Lettland	0,2	5,0	5,1	3,8	2,6	2,2	2,7	7,4	6,7	6,3
Estland	0,2	3,9	4,0	3,3	3,4	2,5	2,9	5,4	4,6	4,1
Zypern	0,2	3,9	3,3	3,0	0,8	1,2	1,5	8,4	6,9	5,8
Malta	0,1	6,6	5,3	3,8	1,7	1,5	2,0	3,8	3,5	3,3
Euroraum	100,0	1,8	1,2	1,5	1,7	1,3	1,5	8,2	7,6	7,2
Euroraum ohne Deutschland	70,7	2,0	1,3	1,5	1,7	1,3	1,4	9,9	9,2	8,7

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. \*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 17:**  
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 2016–2020



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.

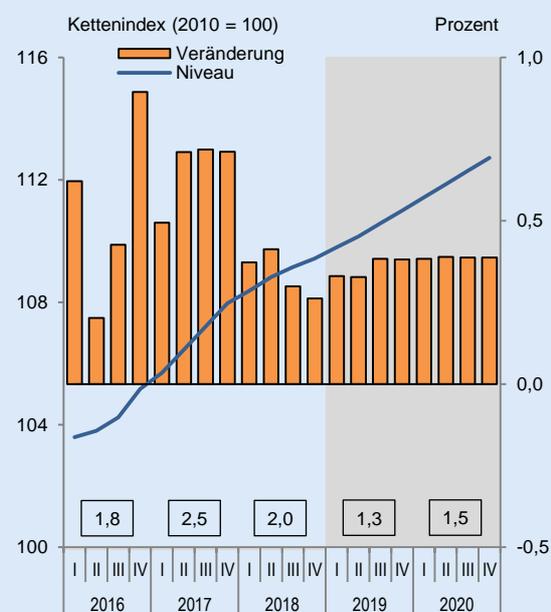
prognostizierte Inflationsrate entspricht daher der erwarteten Kerninflation des Jahres 2020, die angesichts vielerorts bestehender Kapazitätsengpässe und höherer Lohnabschlüsse allmählich auf rund 1,5 Prozent klettern dürfte.

**Die Arbeitslosigkeit bleibt im Prognosezeitraum rückläufig.** Die Arbeitslosenquote dürfte im Durchschnitt des Jahres 2020 auf 7,2 Prozent der Erwerbspersonen zurückgehen. Damit läge sie unterhalb ihres historischen Tiefstwertes aus dem Jahr 2007 (7,5 Prozent). Im Euroraum ohne Deutschland geht die Rate im Jahr 2020 voraussichtlich auf 8,7 Prozent zurück.

**Für unsere Prognose gibt es bedeutende Abwärtsrisiken.** Eine weitere Zuspitzung der internationalen Handelskonflikte könnte den internationalen Warenaustausch empfindlich stören und die Konjunktur auch in Europa maß-

geblich beeinträchtigen, wie die Analyse für das Jahr 2018 gezeigt hat (Kasten 1). Auch ein denkbarer starker Einbruch der Expansion in wichtigen Handelspartnerländern wie den USA oder China würde die Konjunktur in Europa spürbar belasten. Hinsichtlich des Austritts des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union gibt es weiterhin keine Einigung auf ein zukünftiges Handelsregime. Gelingt hier keine Einigung, zumindest für eine Übergangszeit, so drohen auch Ländern des Euroraums Einschränkungen beim Güterhandel mit weitreichenden negativen Folgen für die Konjunktur.

**Abbildung 18:**  
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum ohne Deutschland 2016–2020



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.

## 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 (11.3.2019) <<https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/kieler-konjunkturberichte/2018/mittelfristprojektion-wachstum-laesst-nach-konjunktur-kuehlt-ab-9823/>>.
- Ademmer, M., J. Boysen-Hogrefe, S. Fiedler, D. Groll, N. Jannsen, S. Kooths und G. Potjagailo (2019). Deutsche Konjunktur kühlt ab. Kieler Konjunkturberichte 53 (2019|Q1). Institut für Weltwirtschaft, Kiel. Via Internet (12.3.2019) <<https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/kieler-konjunkturberichte/2019/deutsche-konjunktur-kuehlt-ab-0/>>.
- 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 (10.3.2019) <<http://euroframe.org/Indicator.html>>.
- Europäische Kommission (2019). European Economic Forecast, Winter 2019 (Interim). Institutional Papers 096, Februar. Brüssel.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2015). A survey-based measure of slack for the euro area. *ECB Economic Bulletin* 6/2015: Box 6. Frankfurt am Main.
- Gern, K.-J., P. Hauber, S. Kooths, S. Mösle und U. Stolzenburg (2018). Weltkonjunktur mit weniger Schwung. Kieler Konjunkturberichte 49 (2018|Q4). Institut für Weltwirtschaft, Kiel. Via Internet (10.3.2019) <<https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/kieler-konjunkturberichte/2018/weltkonjunktur-mit-weniger-schwung-11862/>>.
- Gern, K.-J., P. Hauber, S. Kooths, S. Mösle und U. Stolzenburg (2019). Gebremste Expansion der Weltwirtschaft. Kieler Konjunkturbericht 51 (2019|Q1). Institut für Weltwirtschaft, Kiel. Via Internet (12.3.2019) <<https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/kieler-konjunkturberichte/2019/gebremste-expansion-der-weltwirtschaft-0/>>.
- Ji, K., und D. Kingma (2018). Forecasting long-term interest rates. CPB Background document, March 2018. Via Internet (12.3.2019) <<https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Backgrounddocument-March-2018-Forecasting-long-term-interest-rates.pdf>>.
- Kooths, S., und U. Stolzenburg (2018). Zur Exportabhängigkeit der deutschen Konjunktur. *Wirtschaftsdienst* 98 (3): 219–220.
- 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 (12.3.2019) <<https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/ifw-box/2018/importbereinigung-der-verwendungsseitigen-expansionsbeitraege-im-euroraum-10162/>>.