

# INTERNATIONALE KONJUNKTUR: EURO-RAUM VERLIERT DEN ANSCHLUSS

## **I. Weltwirtschaft: Hinter den Erwartungen zurückgeblieben**

1. Konjunkturelle Lage
2. Ausblick

## **II. Konjunktur außerhalb des Euro-Raums**

1. Vereinigte Staaten: Unterauslastung am Arbeitsmarkt geht zurück
2. China: Baukonjunktur belastet Wachstum
3. Japan: Aufschwung nicht selbsttragend
4. Vereinigtes Königreich: Binnenwirtschaft stützt Aufschwung

## **III. Euro-Raum: Im Griff der Reformunwilligen**

1. Konjunkturelle Lage
2. Analyse der großen Volkswirtschaften
3. Keine Erholung in Sicht

## **Literatur**

## DAS WICHTIGSTE IN KÜRZE

Die konjunkturelle Entwicklung der Weltwirtschaft ist im Jahr 2014 bisher hinter den Erwartungen zurückgeblieben. Dies ist vor allem auf die anhaltende Konjunkturschwäche des Euro-Raums und ein gegenüber den vergangenen Jahren eher verhaltenes Wachstum in den Schwellenländern zurückzuführen. In China scheint der Übergang zu einem stärker vom privaten Konsum getragenen Wachstum nicht ohne Reibungsverluste vonstattenzugehen. Demgegenüber verzeichnen die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich mittlerweile einen selbsttragenden Aufschwung. Hier ist es insbesondere gelungen, die vor der Krise stark angestiegene private Verschuldung in Relation zur Wirtschaftsleistung deutlich zu reduzieren.

Die zweigeteilte wirtschaftliche Entwicklung in den Industrieländern spiegelt sich in der Geldpolitik wider. Bei einer weiterhin expansiven Ausrichtung wurden in den Vereinigten Staaten die Anleiheankäufe mittlerweile eingestellt, während die Europäische Zentralbank eine umfassende geldpolitische Lockerung eingeleitet hat.

In den Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion ist es Irland, Portugal und Spanien in diesem Jahr gelungen, positive Wachstumsraten zu erzielen, selbst in Griechenland sind erste Erfolge festzustellen. Hierzu dürften Konsolidierungsanstrengungen ebenso beigetragen haben wie ehrgeizige Strukturreformen. Im Vergleich dazu sind Frankreich und insbesondere Italien zurückgefallen und haben das Wachstum im Euro-Raum gebremst. Trotz einiger Reformbemühungen steht hier eine grundlegende Flexibilisierung auf den Güter- und Faktormärkten noch aus.

Für das Jahr 2015 ist mit einer leichten Beschleunigung des globalen Wachstums zu rechnen, wobei die zweigeteilte Entwicklung fortbestehen wird. Mit Wachstumsraten von 3,1 % und 2,6 % werden die Vereinigten Staaten beziehungsweise das Vereinigte Königreich erneut zu den Wachstumslokomotiven unter den hochentwickelten Volkswirtschaften zählen. Mit einer Ausweitung des Bruttoinlandsprodukts um 7 % wird die Dynamik in China nachlassen, wodurch sich dämpfende Effekte für andere Schwellenländer ergeben. Für den Euro-Raum zeichnet sich weiterhin eine eher verhaltene Entwicklung ab. Bei einer Wachstumsrate von 1,0 % und einer prognostizierten Inflationsrate von 0,7 % ist ein Abgleiten in die Deflation jedoch nicht wahrscheinlich.

# I. WELTWIRTSCHAFT: HINTER DEN ERWARTUNGEN ZURÜCKGEBLIEBEN

## 1. Konjunkturelle Lage

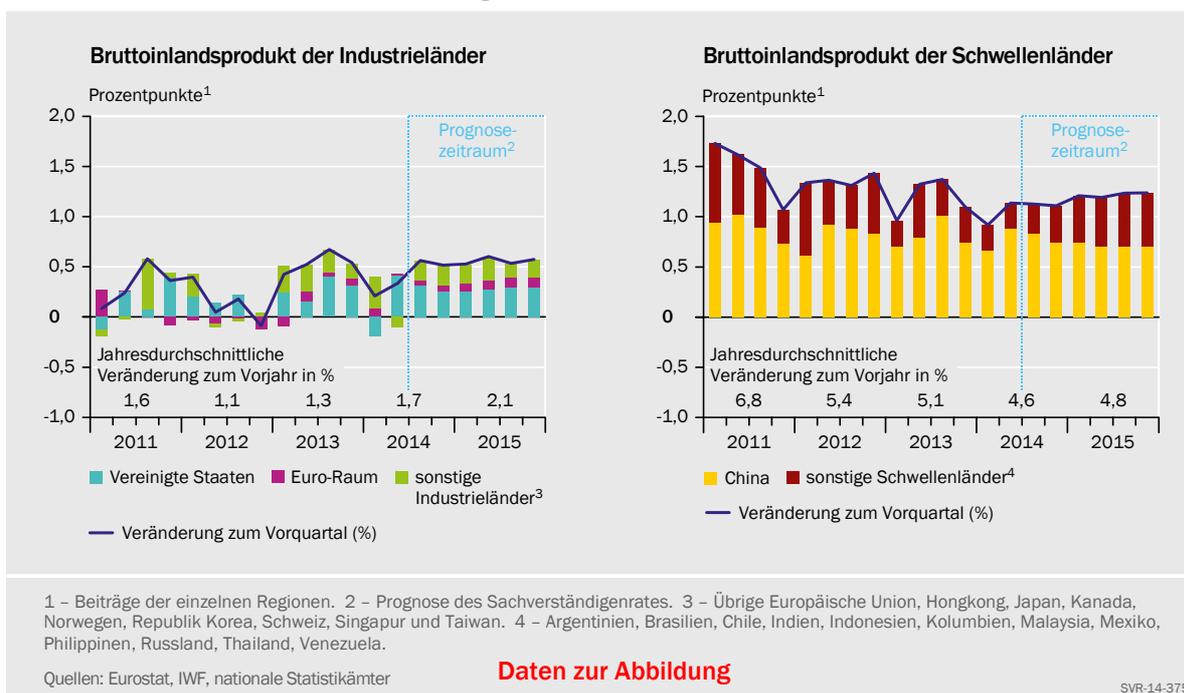
85. Die konjunkturelle Entwicklung der **Weltwirtschaft** ist in der ersten Hälfte des Jahres 2014 hinter den Erwartungen zurückgeblieben. Der Euro-Raum hatte daran einen entscheidenden Anteil, da die für das Frühjahr erwartete Erholung ausblieb und selbst in den jüngsten Daten eine fortgesetzte Konjunkturschwäche erkennbar ist. Demgegenüber ist der Aufschwung in den übrigen großen Industrieländern weiterhin intakt. Die Expansion wurde dort nur vorübergehend von Sonderfaktoren gestört, wie etwa Witterungseinflüssen in den Vereinigten Staaten. [↘ ABBILDUNG 7 LINKS](#) In den Schwellenländern hat sich die konjunkturelle Abschwächung im ersten Halbjahr fortgesetzt. Aufgrund länderspezifischer Faktoren, nicht zuletzt der Krise in Osteuropa, fiel der Wachstumsrückgang in einzelnen Schwellenländern kräftiger aus als erwartet.

### Euro-Raum fällt hinter übrige Industrieländer zurück

86. Innerhalb der großen Industrieländer zeichnet sich eine Zweiteilung der konjunkturellen Entwicklung ab. Mehrere große Volkswirtschaften außerhalb des Euro-Raums sind im Aufschwung und wachsen schneller als ihr Potenzial, [↘ ABBILDUNG 8 RECHTS](#) insbesondere die **Vereinigten Staaten** [↘ ZIFFERN 105 FF.](#) und das **Vereinigte Königreich**. [↘ ZIFFERN 124 FF.](#) Der Aufschwung wird in beiden Ländern überwiegend von der inländischen Nachfrage gestützt und dürfte inzwischen selbsttragend sein. Dies zeigt sich in einer fortgeschrittenen Erholung der

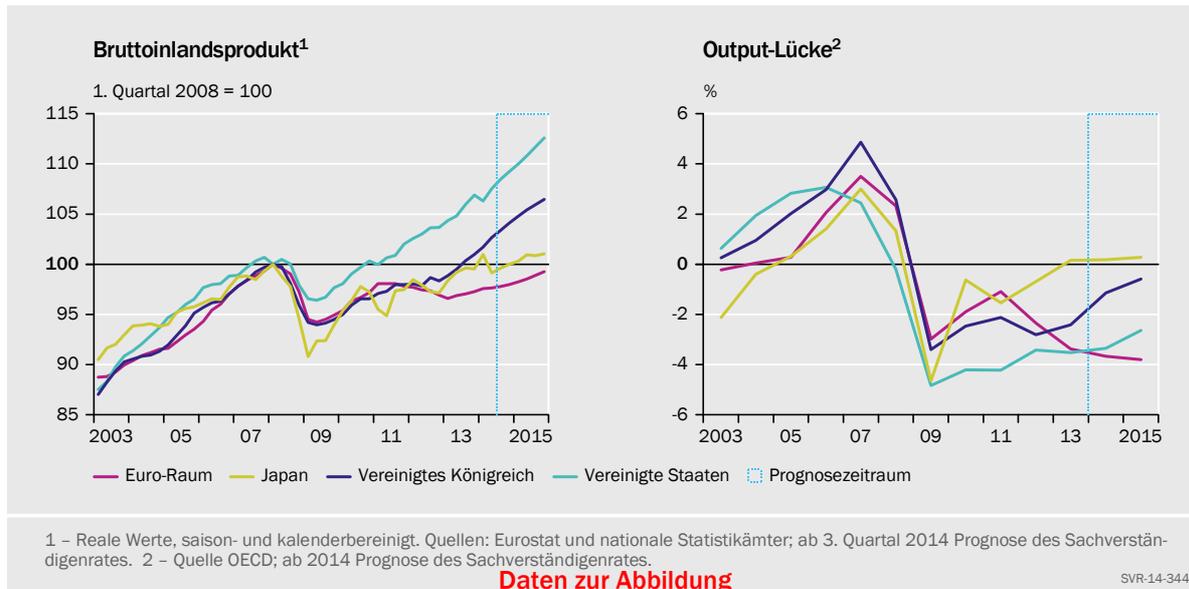
[↘ ABBILDUNG 7](#)

Voraussichtliche wirtschaftliche Entwicklung der Industrie- und Schwellenländer



↘ **ABBILDUNG 8**

**Indikatoren zur konjunkturellen Entwicklung in großen Industrieländern**



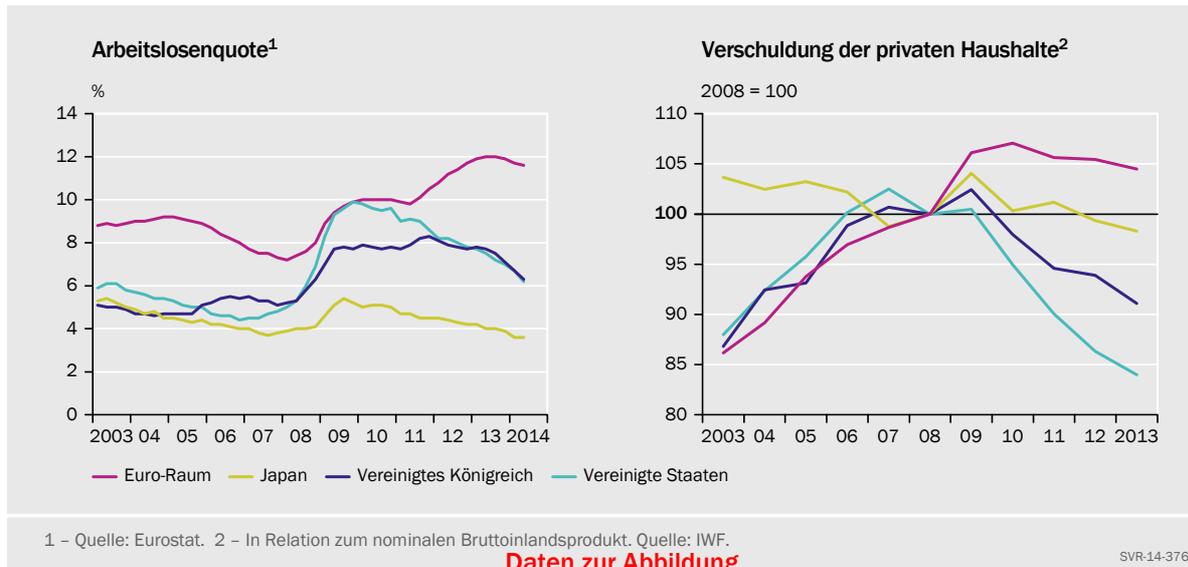
Arbeitsmärkte. ↘ **ABBILDUNG 9 LINKS** Aus konjunktureller Sicht ist die Wirtschaft **Japans** ebenfalls im Aufschwung, der jedoch nicht selbsttragend ist. Im Vergleich zu den beiden zuvor genannten Ländern ist die inländische Nachfrage fragil und in stärkerem Ausmaß von geld- und fiskalpolitischen Impulsen abhängig. ↘ **ZIFFERN 120 FF.**

Anders sieht es im **Euro-Raum** aus ↘ **ZIFFERN 129 FF.**, dessen Wirtschaftsentwicklung zunehmend hinter derjenigen in den übrigen Industrieländern zurückbleibt. ↘ **ABBILDUNG 8 LINKS** Die Output-Lücke hat sich zuletzt sogar weiter geöffnet. Im Vergleich zu den anderen Industrieländern ist der Entschuldungsprozess des privaten Sektors und speziell der privaten Haushalte im Euro-Raum kaum vorangekommen. ↘ **ABBILDUNG 9 RECHTS** Noch gravierender sind die Unterschiede beim Abbau der Verbindlichkeiten des Finanzsektors. Im Vereinigten Königreich und in den Vereinigten Staaten konnten die Schulden dieses Sektors um mehr als 35 Prozentpunkte des Bruttoinlandsprodukts zurückgeführt werden, im Euro-Raum lediglich um 7,5 Prozentpunkte (IWF, 2014a). Da die geringere Verschuldung in den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich mit einer Verbesserung der Vermögensposition einhergeht, ist davon auszugehen, dass sich dies positiv auf die private Nachfrage und damit die Wirtschaftsentwicklung ausgewirkt hat.

87. Die zweigeteilte wirtschaftliche Entwicklung der Industrieländer ist darauf zurückzuführen, dass der Euro-Raum nach dem Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise in eine weitere Krise geraten war. Die **Krise im Euro-Raum** besteht aus drei miteinander verwobenen Krisenherden: einer Bankenkrise, einer Staatsschuldenkrise und einer makroökonomischen Krise (SG 2012). Für eine nachhaltige Erholung müssen alle drei Krisen gelöst werden. Zwar sind auf europäischer Ebene erhebliche **gemeinsame politische Schritte** unternommen worden, um die Lösung der aktuellen Krise zu beschleunigen, etwa durch die Gründung der Europäischen Bankenunion und den gestärkten fiskalpolitischen Rahmen (JG 2013 Ziffern 359 ff.). ↘ **ZIFFERN 295 FF.** Letztlich sind je-

▾ **ABBILDUNG 9**

**Arbeitslosigkeit und Verschuldung in großen Industrieländern**



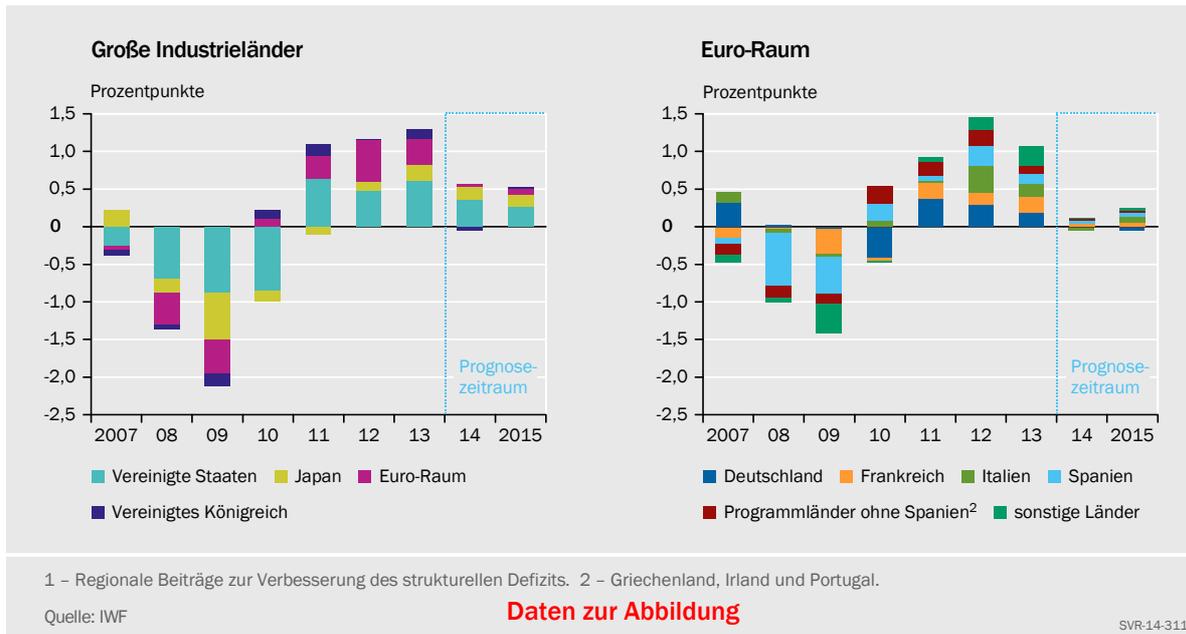
doch die **einzelnen Mitgliedstaaten** dafür verantwortlich, Maßnahmen zur Überwindung der Krise zu ergreifen, insbesondere durch die Bereinigung der nationalen Bankensektoren, durch Strukturreformen und Konsolidierungsanstrengungen.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat mit ihren im Verlauf der vergangenen Jahre ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen wesentlich dazu beigetragen, die wirtschaftliche Lage zu stabilisieren. Gleichzeitig hat sie aber damit den Handlungsdruck auf die nationalen Regierungen verringert. ▾ **ZIFFERN 283 FF.** Daher verzeichnen seitdem vor allem jene Mitgliedstaaten große Fortschritte, deren Handlungsdruck sich nicht verringerte, da sie makroökonomischen Anpassungsprogrammen mit expliziter Konditionalität unterworfen waren.

- 88. Die Entwicklung des ersten Halbjahrs 2014 zeigt, dass die **ehemaligen Programmländer Irland, Portugal und Spanien** bei der Überwindung der Krise spürbar vorankommen. Selbst im Programmland Griechenland sind erste Erfolge zu beobachten. Hieran dürften die eingeleiteten Anpassungsprozesse einen wesentlichen Anteil haben (JG 2013 Ziffern 88 ff.). Die Wirtschaftsleistung dieser Länder hat im ersten Halbjahr 2014 zugenommen. Im Vergleich dazu fallen **Italien und Frankreich** zurück. So bewegt sich Frankreichs Wirtschaft seit drei Jahren am Rande der Stagnation. Italien befindet sich sogar seit dem Jahr 2012 in der Rezession. In beiden Mitgliedstaaten stehen tiefer liegende Probleme hinsichtlich der Wettbewerbsfähigkeit und der Flexibilität ihrer Produkt- und Faktormärkte einem konjunkturellen Aufschwung entgegen. ▾ **ZIFFERN 139 FF.** Besonders gravierend sind diese in Italien.
- 89. Die Ausrichtung der **Geldpolitik** in den Industriestaaten ist weiterhin sehr expansiv. Allerdings spiegeln sich die unterschiedlichen Positionen der großen Industrieländer im Konjunkturzyklus in den jüngsten Entscheidungen ihrer Zentralbanken. Die Inflationsraten im Euro-Raum waren aufgrund der schwachen Nachfrage, aber auch wegen verschiedener Sondereinflüsse, im Verlauf des

▾ **ABBILDUNG 10**

**Veränderung des strukturellen Finanzierungssaldos und regionale Beiträge<sup>1</sup>**



vergangenen Jahres rückläufig. Dies löste eine **Deflationsdebatte** aus und veranlasste die EZB im September 2014 zu einer weiteren Zinssenkung. Gleichzeitig kündigte sie Maßnahmen im Bereich der quantitativen Lockerung an. ▾ [ZIFFERN 233 FF](#). Im Euro-Raum ist somit eine Ausweitung der expansiven Maßnahmen zu beobachten.

Dem steht in den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich aufgrund der fortschreitenden Konjunkturerholung die schrittweise Rückführung expansiver Maßnahmen gegenüber. Bislang ist dies nur bei der quantitativen Lockerung zu beobachten. So haben beide Länder mittlerweile ihre Programme zum Ankauf von Staatsanleihen beendet. Es besteht jedoch Unsicherheit unter den Marktteilnehmern über die weitere Entwicklung der Leitzinsen. Nach historischen Erfahrungen hätten beide Zentralbanken schon aus der Niedrigzinspolitik aussteigen müssen. Bislang hat dies nicht stattgefunden.

Zudem haben verschiedene Äußerungen der Zentralbankpräsidenten über mögliche Zinsanhebungen in den vergangenen Monaten zu Irritationen auf den Finanzmärkten geführt (Bernanke, 2013; Carney, 2014a; Yellen, 2014). Der Sachverständigenrat geht bei der Prognose davon aus, dass bei einer weiterhin positiven Wirtschaftsentwicklung im kommenden Jahr jeweils ein erster Zinsschritt erfolgt.

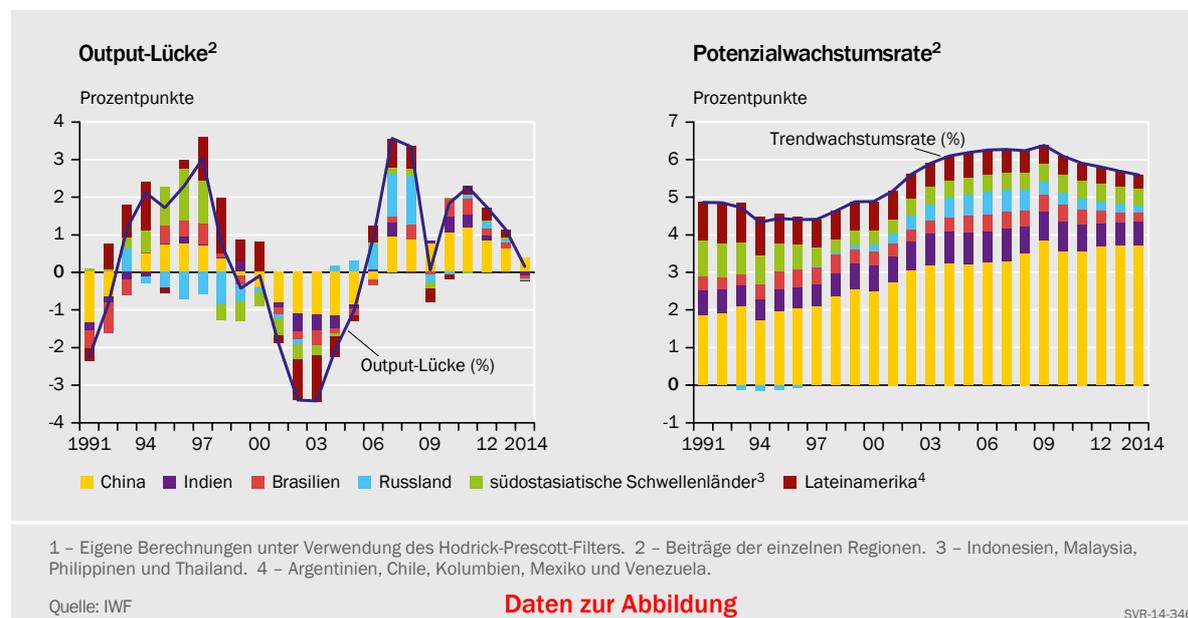
- 90. Die öffentlichen Finanzierungsdefizite haben sich in den Industrieländern weiter zurückgebildet. Die **Konsolidierungsbemühungen** nehmen jedoch trotz anhaltend hoher Schuldenstände ab oder wurden bereits **eingestellt**. Dies zeigt sich darin, dass die Verbesserung der strukturellen Finanzierungssalden in den Jahren 2014 und 2015 deutlich geringer ausfallen wird als in den Vorjahren. ▾ [ABBILDUNG 10](#) Insbesondere gehen von der Fiskalpolitik im Euro-Raum kaum noch restriktiv wirkende Impulse aus.

## Schlechtere Finanzierungsbedingungen belasten Schwellenländer

91. Der konjunkturelle Abschwung in den **Schwellenländern** hat sich in diesem Jahr fortgesetzt. [↘ ABBILDUNG 11 LINKS](#) In einigen Volkswirtschaften – unter anderem in Brasilien – ging die Produktion im ersten Halbjahr sogar zurück. Die schwächere Wirtschaftsentwicklung geht einher mit einem Rückgang der Expansionsraten des Kreditvolumens. Der Kreditzyklus hat somit seinen Höhepunkt überschritten (IWF, 2014a). Er spiegelt die sich seit Mitte des Jahres 2013 **verschlechternden Finanzierungsbedingungen** für private Haushalte und Unternehmen wider. In den Vorjahren war der Kreditzugang für den privaten Sektor in vielen Schwellenländern außerordentlich günstig gewesen. Dies hatte die Verschuldung stark erhöht und zu Fehlentwicklungen geführt. [↘ ABBILDUNG 12](#)
92. Die starken Kapitalzuflüsse vor dem Jahr 2013 in die Schwellenländer waren vor allem auf **Portfolioinvestitionen** internationaler Investoren zurückzuführen. Ihre Anlagemotive lagen damals in höheren Zinsen sowie günstigeren Wachstumsperspektiven der Schwellenländer im Vergleich zu den Industrieländern. Dies übertrug sich in deutliche Währungsaufwertungen der meisten Schwellenländer. Spätestens aber seit sich ein Ausstieg der US-amerikanischen Zentralbank Federal Reserve (Fed) aus den unkonventionellen Maßnahmen abzeichnete, haben die internationalen Investoren ihre Risikoprämien für Anlagen in den Schwellenländern nach oben angepasst. In einigen Ländern kam es im Sommer 2013 und zu Jahresbeginn 2014 sogar zu einer **Umkehr der Kapitalflüsse** und zu starken Währungsabwertungen. Diese Turbulenzen auf den Finanzmärkten haben sich im weiteren Verlauf des Jahres 2014 gelegt.
93. Die Stabilisierung der Finanzmärkte wurde maßgeblich durch das **aktive Eingreifen der Wirtschaftspolitik** erreicht. So haben etwa die Zentralbanken in Brasilien, Indien und Russland teils starke Zinserhöhungen beschlossen, um den

[↘ ABBILDUNG 11](#)

### Output-Lücke und Potenzialwachstumsrate der Schwellenländer<sup>1</sup>



Kapitalabfluss zu stoppen. Zudem kamen in vielen Ländern makroprudenzielle Maßnahmen und Kapitalverkehrsbeschränkungen zum Einsatz (IWF, 2014a). Darüber hinaus versuchte die Fiskalpolitik gegenzusteuern, in Indonesien etwa durch die Kürzung von Energiesubventionen oder in Brasilien durch Haushaltseinsparungen. Diese wirtschaftspolitischen Maßnahmen stabilisierten zwar die Finanzmärkte, belasteten aber die Konjunktur.

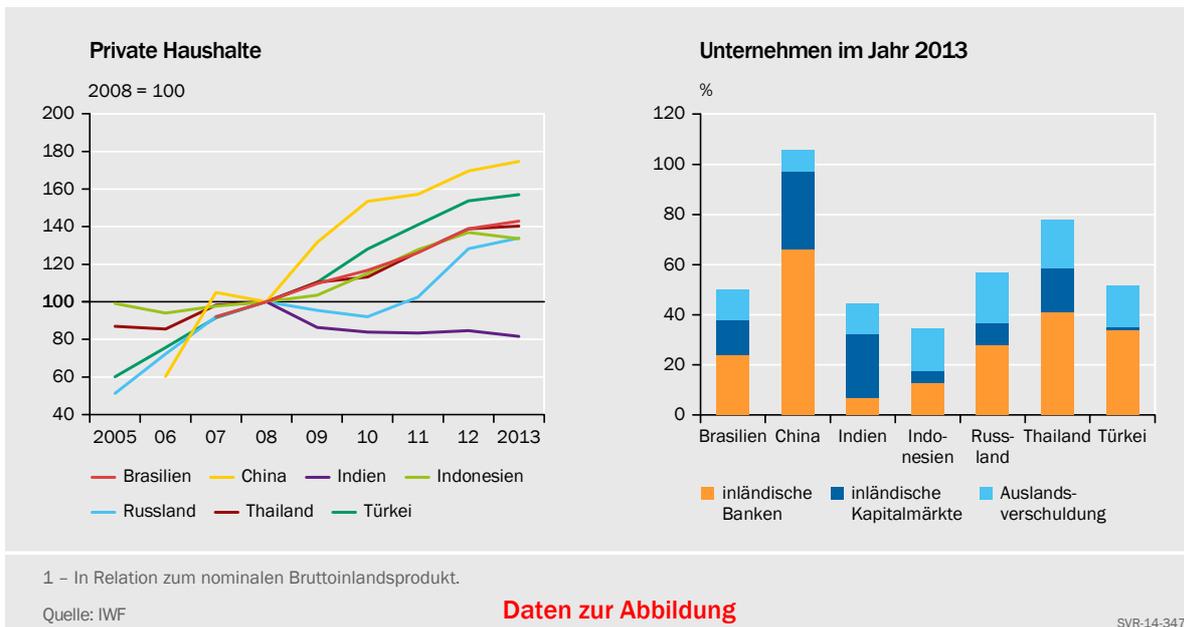
94. Der Anstieg der Risikoprämien geht allerdings noch auf weitere Gründe zurück. So hat sich das **makroökonomische Umfeld** in den meisten Schwellenländern seit dem Jahr 2012 **spürbar verschlechtert**. Die Produktionsexpansion vor allem in den BRIC-Staaten (Brasilien, Russland, Indien und China) ist weniger dynamisch als noch vor drei Jahren und die Inflationsraten weisen mit Ausnahme von China sehr hohe Niveaus auf. Zudem hat die gute Konjunktorentwicklung in den Jahren vor 2013 länderspezifische Probleme verdeckt, wie etwa die schlechte Infrastruktur und die Politikunsicherheit in Brasilien und Indien. Diese stehen nun wieder stärker im Fokus der Investoren.

95. **Russland** ist unter den Schwellenländern ein Sonderfall. Der Konflikt mit der Ukraine und die im Zuge dessen erhobenen Wirtschaftssanktionen haben das makroökonomische Umfeld zusätzlich verschlechtert. Im Ergebnis muss die russische Volkswirtschaft im Jahr 2014 voraussichtlich einen Abzug ausländischen Finanzkapitals von etwa 100 Mrd US-Dollar verkraften (IWF, 2014b). Seit Anfang des Jahres führte dies zu einer Abwertung des Rubels um mehr als 20 % gegenüber dem US-Dollar und ließ die Verbraucherpreis-inflation auf 8 % ansteigen.

Um der Kapitalflucht und der zunehmenden Inflation entgegenzuwirken, erhöhte die russische Zentralbank ihren Leitzins im selben Zeitraum von 5,5 % auf 9,5 % und reduzierte den Bestand an internationalen Reserven um gut 10 %. All dies führte zu einer Eintrübung der Konsumstimmung, sodass vom privaten

▾ ABBILDUNG 12

**Verschuldung in ausgewählten Schwellenländern<sup>1</sup>**



Verbrauch im ersten Halbjahr des Jahres 2014 erstmalig seit etwa fünf Jahren kein Wachstumsbeitrag auf das Bruttoinlandsprodukt ausging. Nur weil der Außenbeitrag sich durch einen markanten Rückgang der Importe spürbar erhöhte, konnte die russische Wirtschaftsleistung insgesamt noch schwach expandieren.

96. Dass die abnehmenden Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts in den großen Schwellenländern nicht nur konjunkturelle Ursachen haben, zeigen die **Rückgänge der Potenzialwachstumsraten**. Berechnungen mit Hilfe von statistischen Filterverfahren deuten an, dass die Potenzialwachstumsrate für China im Zeitraum der Jahre 2008 bis 2014 von etwa 10 % auf knapp unter 8 % zurückgegangen ist, in Indien im selben Zeitraum von etwa 7 % auf 6 %. Im Vergleich zu den meisten anderen Schwellenländern ist jedoch das Potenzialwachstum in China und Indien immer noch sehr hoch. Aufgrund ihrer steigenden wirtschaftlichen Bedeutung für die Schwellenländer insgesamt ist deren Potenzialwachstumsrate seit dem Jahr 2008 nur um 0,5 Prozentpunkte gefallen. [↘ ABBILDUNG 11 RECHTS](#)
97. Das schwächere Potenzialwachstum in China und Indien ist vor allem auf geringere Wachstumsbeiträge der **Produktivitätsentwicklung** zurückzuführen (Anand et al., 2014). Demgegenüber spielen der langsamere Aufbau des Kapitalstocks und Veränderungen des Erwerbspersonenpotenzials eine geringere Rolle. Insbesondere für China deutet einiges darauf hin, dass es insbesondere im Bau-sektor zunehmend zu fehlgeleiteten Investitionen gekommen ist. In Indien dürften primär die mangelhafte Infrastruktur und die geringen Ausgaben für Forschung und Entwicklung das Potenzialwachstum dämpfen.

## 2. Ausblick

98. In den **Industrielländern** zeichnet sich für den Prognosezeitraum eine **moderate Ausweitung der Wirtschaftsleistung** ab. [↘ ABBILDUNG 7 LINKS](#) Die Zweiteilung in der konjunkturellen Entwicklung setzt sich dabei fort. So gehen auf der einen Seite positive Impulse von der Wirtschaftsentwicklung in den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich aus. Für beide Länder ist zu erwarten, dass die Erholung auf den Arbeitsmärkten anhält und vor dem Hintergrund geringerer Schuldenstände des privaten Sektors zu einer deutlichen Ausweitung des privaten Verbrauchs führt. In den **Vereinigten Staaten** existiert zudem ein konjunktureller Nachholbedarf, da die Produktionskapazitäten noch unterausgelastet sind. Die Produktion im **Vereinigten Königreich** hat hingegen nahezu das Produktionspotenzial erreicht, sodass bei einer weiteren Zunahme der Kapazitätsauslastung die Reallöhne im kommenden Jahr voraussichtlich anziehen werden. Zudem kann erwartet werden, dass die positive Entwicklung am Immobilienmarkt, unter anderem über Vermögenseffekte, den privaten Verbrauch und die Bauinvestitionen stimulieren wird.
99. Auf der anderen Seite stehen Japan und der Euro-Raum. Der Aufschwung in **Japan** ist vermutlich nicht selbsttragend und hat seinen Höhepunkt voraussichtlich überschritten. Ohne durchgreifende Strukturreformen ist davon auszugehen, dass die japanische Produktion kaum mehr als 1 % im kommenden Jahr

zunehmen wird. Im **Euro-Raum** ist keine Erholung in Sicht. Zwar haben sich die konjunkturellen Aussichten für die ehemaligen Programmländer und Spanien verbessert und es ist davon auszugehen, dass sich dies im kommenden Jahr fortsetzt. Jedoch stehen dem die gedämpften wirtschaftlichen Perspektiven der drei größten Volkswirtschaften gegenüber. Dabei haben Frankreich und in noch größerem Ausmaß Italien mit Problemen ihrer Wettbewerbsfähigkeit zu kämpfen. Zudem lassen die schlechten Geschäftserwartungen und das trübe Investitionsklima einen baldigen Konjunkturaufschwung als unrealistisch erscheinen.

100. In den **Schwellenländern** wird sich die **konjunkturelle Abschwächung** im Prognosezeitraum voraussichtlich fortsetzen. Im größten Schwellenland China dürfte die rückläufige Aktivität im Bausektor zu einem geringeren Expansionsstempo führen. Da China neben den Vereinigten Staaten den größten Absatzmarkt für Rohstoffe und Produkte aus Lateinamerika und Südostasien darstellt, ist davon auszugehen, dass sich die Exportaussichten der übrigen Schwellenländer dadurch nicht aufhellen werden. Zusätzlich dämpfende Impulse ergeben sich aus den Finanzierungsbedingungen für die Schwellenländer. Zwar ist zu erwarten, dass die Risikoprämien internationaler Investoren nicht mehr deutlich steigen, jedoch wird die Fed vermutlich im nächsten Jahr ihren Leitzins anheben und somit die Renditen von alternativen Anlagemöglichkeiten erhöhen.

Unter der Annahme, dass die Zinserhöhung von den Marktakteuren hinreichend antizipiert wird, ist nicht mit Turbulenzen auf den Finanzmärkten und einer Kapitalflucht aus den Schwellenländern zu rechnen. Insgesamt darf erwartet werden, dass die konjunkturelle Entwicklung in den Vereinigten Staaten positive Impulse auf die Schwellenländer aussendet. Die restriktiven Effekte, die von der Zinserhöhung ausgehen, dürften durch stimulierende Faktoren im Zuge der deutlichen Expansion der US-amerikanischen Wirtschaft überkompensiert werden. Aufgrund der Tatsache, dass die Weltwirtschaft insgesamt nur moderat wächst, werden sich die Rohstoffmärkte eher verhalten entwickeln. Die globale Rohstoffstoffnachfrage wird daher kaum zu einer spürbaren Verbesserung der Konjunktur in den Schwellenländern Lateinamerikas beitragen.

101. Insgesamt geht der Sachverständigenrat davon aus, dass die **Weltproduktion** im Jahr 2014 und im Jahr 2015 um 2,6 % beziehungsweise 2,9 % expandieren wird. [TABELLE 2](#) Im Einklang mit dieser Prognose wird für das Jahr 2014 ein Zuwachs des Welthandels von 2,8 % und im Jahr 2015 von 4,0 % erwartet. Bei dieser Prognose wurde berücksichtigt, dass sich der Zusammenhang zwischen Welthandel und Weltproduktion in den zurückliegenden Jahren geändert hat. So kommen mehrere Analysen zu dem Ergebnis, dass die Elastizität des Welthandels in Bezug auf eine Ausweitung der Weltproduktion in den vergangenen Jahren abgenommen hat (Deutsche Bundesbank, 2013; EZB, 2014a; Zwick, 2013; IfW, 2014). Neben strukturellen Aspekten, wie etwa der zunehmenden Belieferung ausländischer Märkte über Produktionsstätten vor Ort, werden hierfür auch konjunkturelle Entwicklungen, wie die schwache Dynamik handelsintensiver Investitionsgüter oder die unterdurchschnittliche Konjunktorentwicklung der eng miteinander verflochtenen europäischen Volkswirtschaften, verantwortlich gemacht.

## TABELLE 2

## Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise ausgewählter Länder

Land/Ländergruppe	Gewicht in % <sup>1</sup>	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise		
		Veränderung zum Vorjahr in %					
		2013	2014 <sup>2</sup>	2015 <sup>2</sup>	2013	2014 <sup>2</sup>	2015 <sup>2</sup>
<b>Europa</b>	<b>31,6</b>	<b>0,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>
Euro-Raum	19,6	- 0,5	0,8	1,0	1,4	0,5	0,7
Vereinigtes Königreich	3,9	1,7	3,0	2,6	2,6	1,6	1,9
Russland	3,2	1,3	0,6	0,5	6,8	7,3	6,5
Mittel- und Osteuropa <sup>3</sup>	1,8	1,3	2,6	2,8	1,4	0,4	1,3
andere Länder <sup>4</sup>	3,1	1,2	1,7	2,0	0,7	0,7	1,1
<b>Amerika</b>	<b>36,4</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,9</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>
Vereinigte Staaten	25,6	2,2	2,3	3,1	1,5	1,8	1,9
Lateinamerika <sup>5</sup>	4,3	2,4	1,4	2,4	9,8	13,9	12,5
Brasilien	3,6	2,5	0,2	1,5	6,2	6,3	6,0
Kanada	2,9	2,0	2,3	2,4	0,9	2,0	2,0
<b>Asien</b>	<b>32,0</b>	<b>4,8</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,9</b>	<b>2,7</b>
China	13,3	7,7	7,4	7,0	2,6	2,1	2,2
Japan	9,4	1,5	0,8	0,9	0,4	2,7	1,7
asiatische Industrieländer <sup>6</sup>	3,6	2,9	3,2	3,6	1,7	1,8	2,4
Indien	2,9	4,7	5,7	6,3	10,9	6,5	7,0
südostasiatische Schwellenländer <sup>7</sup>	2,8	5,2	4,6	5,9	4,3	4,5	4,2
<b>Insgesamt</b>	<b>100</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,6</b>
Industrieländer <sup>8</sup>	69,9	1,3	1,7	2,1	1,3	1,5	1,5
Schwellenländer <sup>9</sup>	30,1	5,1	4,6	4,8	5,5	5,5	5,3
nachrichtlich:							
exportgewichtet <sup>10</sup>	100	1,2	1,8	2,0	.	.	.
nach dem Messkonzept des IWF <sup>11</sup>	100	3,3	3,4	3,7	.	.	.
Welthandel		2,8	2,8	4,0	.	.	.

1 – Anteil am nominalen Bruttoinlandsprodukt des Jahres 2012 in US-Dollar aller aufgeführten Länder beziehungsweise Ländergruppen an dem nominalen Bruttoinlandsprodukt insgesamt. 2 – Prognose des Sachverständigenrates. 3 – Bulgarien, Kroatien, Litauen, Polen, Rumänien, Tschechische Republik und Ungarn. 4 – Dänemark, Norwegen, Schweden und Schweiz. 5 – Argentinien, Chile, Kolumbien, Mexiko und Venezuela. 6 – Hongkong, Republik Korea, Singapur und Taiwan. 7 – Indonesien, Malaysia, Philippinen und Thailand. 8 – Asiatische Industrieländer, Euro-Raum, Mittel- und Osteuropa, Dänemark, Japan, Kanada, Norwegen, Schweden, Schweiz, Vereinigtes Königreich und Vereinigte Staaten. 9 – Lateinamerika, südostasiatische Schwellenländer, Brasilien, China, Indien und Russland. 10 – Summe der aufgeführten Länder. Gewichtet mit den Anteilen an der deutschen Ausfuhr im Jahr 2012. 11 – Gewichte nach Kaufkraftparitäten und hochgerechnet auf den Länderkreis des IWF (World Economic Outlook, Oktober 2014).

Quellen: Eurostat, IWF World Economic Outlook, nationale Statistikämter, OECD

Daten zur Tabelle

SVR-14-407

## Chancen und Risiken

102. Für die zukünftige Entwicklung der Weltwirtschaft bestehen Chancen und Risiken. So basiert die Prognose auf der Annahme, dass eine **Zinsanhebung** in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich im Jahr 2015 wie erwartet stattfindet und keine Überraschung für die Marktteilnehmer darstellt. Sollten jedoch die Erwartungen der Finanzmärkte und die Zinspolitik der Zentralbank auseinanderfallen, käme es zu Rückkopplungen auf die Realwirtschaft. Im Euro-Raum besteht hingegen die Möglichkeit für eine bessere konjunkturelle Ent-

wicklung als prognostiziert. Sollten wider Erwarten Italien und Frankreich zügig und entschlossen **Reformmaßnahmen durchführen**, würde dies ihre Wachstumsaussichten erhöhen.

103. Ein weiteres Risiko für die weltwirtschaftliche Entwicklung stellt die zukünftige Entwicklung des **Konflikts zwischen Russland und der Ukraine** dar. Die Krise hat bis zur Mitte des Jahres 2014 die makroökonomische Unsicherheit in Europa erhöht. Dies dürfte die Investitionstätigkeit gehemmt und die Exportaussichten der Firmen in einigen Volkswirtschaften, wie etwa Finnland, eingetrübt haben. In der Mehrzahl der Länder waren jedoch keine großen gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen zu beobachten. Eine Eskalation der Krise, verbunden mit einer deutlichen Verschärfung der Sanktionen, hätte negative und schwer einzuschätzende Effekte auf die europäische Konjunktur.
104. Große Unsicherheit besteht weiterhin hinsichtlich der zukünftigen Wirtschaftsentwicklung in **China**. Der starke Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Verschuldung sowie der Bauinvestitionen hat die Wahrscheinlichkeit einer abrupten Korrektur auf dem Immobilienmarkt und einer **Bankenkrise** erhöht. In der Vergangenheit ist es der chinesischen Regierung meist gelungen, solche abrupten Korrekturen durch wirtschaftspolitische Maßnahmen zu vermeiden. Es besteht jedoch die Gefahr, dass dies zukünftig nicht in ähnlicher Weise gelingt. Allerdings schätzt der Internationale Währungsfonds (2014c) die Wahrscheinlichkeit einer Bankenkrise in China als gering ein. Neben dem weiterhin reichlich vorhandenen Spielraum der Wirtschaftspolitik spielt für diese Einschätzung eine Rolle, dass die Auslandsverbindlichkeiten Chinas sehr niedrig sind und damit die Möglichkeit eines plötzlichen Kapitalabflusses („sudden stop“) nicht gegeben ist.

## II. KONJUNKTUR AUSSERHALB DES EURO-RAUMS

### 1. Vereinigte Staaten: Unterauslastung am Arbeitsmarkt geht zurück

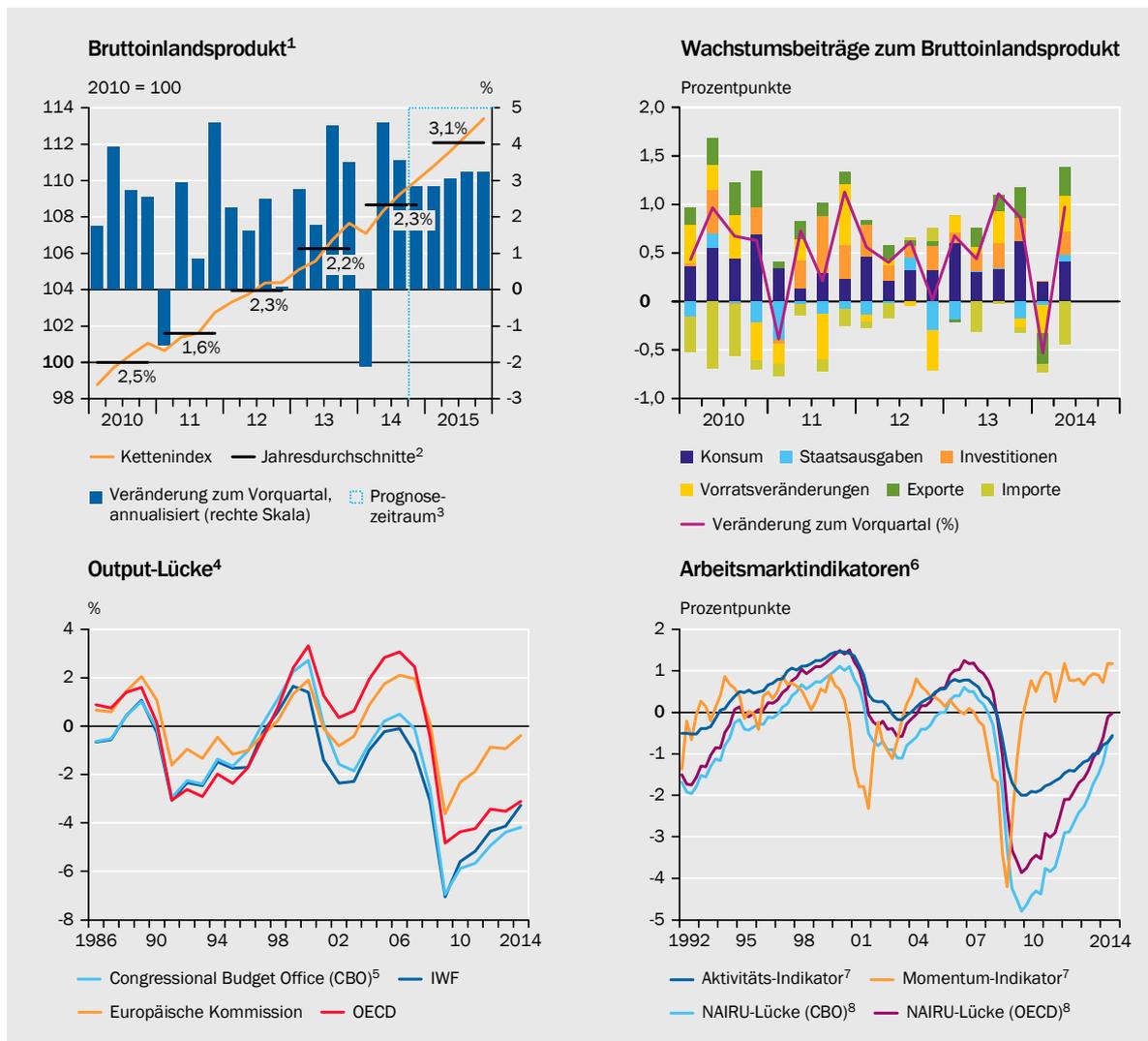
105. Zu Jahresbeginn hatten Witterungseffekte die US-amerikanische Konjunktur gedämpft. Aufgrund des außergewöhnlich harten Winters sank das Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal um rund 0,5 % gegenüber dem Vorquartal. [↘ ABBILDUNG 13 OBEN LINKS](#) Die privaten Investitions- und Konsumausgaben lieferten unterdurchschnittliche positive Wachstumsbeiträge, [↘ ABBILDUNG 13 OBEN RECHTS](#) vom Außenhandel ging sogar ein negativer Beitrag aus. Im zweiten und dritten Quartal 2014 folgte eine deutliche Gegenbewegung. Deren Größenordnung fiel vor dem Hintergrund der unterausgelasteten Produktionskapazitäten aber überraschend gering aus.
106. Es stellt sich somit die Frage, ob noch ein konjunktureller Aufholprozess zu erwarten ist. Dazu gibt es **verschiedene Einschätzungen**. Während die EU-Kommission davon ausgeht, dass die Produktionslücke nahezu geschlossen ist,

deuten die Schätzungen des Internationalen Währungsfonds und des Congressional Budget Office (CBO) auf eine starke Unterauslastung hin. Insgesamt liegt die Bandbreite der Schätzungen für die **Produktionslücke** im Jahr 2014 zwischen -0,4 % und -4,2 %. [ABBILDUNG 13 UNTEN LINKS](#)

Die Unterschiede sind dabei auf Abweichungen hinsichtlich der Methodik und der unterstellten Annahmen zurückzuführen. Vor allem nach einer schweren Krise herrscht große Unsicherheit darüber, inwieweit Entwicklungen als strukturell oder konjunkturell zu bewerten sind.

- 107. Die Lage auf dem **Arbeitsmarkt** hat sich deutlich verbessert. Die Arbeitslosenquote ging im September 2014 im Vergleich zum Vorjahresmonat von 7,2 % auf 5,9 % zurück und lag damit 4,1 Prozentpunkte unter dem Höchststand vom Oktober 2009. Zudem nahm die Anzahl der Beschäftigten in den vergangenen zwölf Monaten um gut zwei Millionen zu; mit 146,6 Millionen Personen im Sep-

[ABBILDUNG 13](#)  
Konjunkturindikatoren für die Vereinigten Staaten



1 – Reale Werte, saison- und kalenderbereinigt. 2 – Veränderung zum Vorjahr. 3 – Prognose des Sachverständigenrates. 4 – Reales Bruttoinlandsprodukt abzüglich Produktionspotenzial in Relation zum Produktionspotenzial. 5 – Eigene Berechnungen. 6 – Für 2014: Werte bis zum 2. Quartal. 7 – Labor Market Conditions Indicators (LMCI) der Federal Reserve Bank of Kansas City. Abweichungen vom langfristigen Durchschnitt. 8 – NAIU-Quoten abzüglich der Arbeitslosenquote.

Quellen: BEA, CBO, Europäische Kommission, IWF, OECD

**Daten zur Abbildung**

SVR-14-298

tember 2014 ist mittlerweile das Vorkrisenniveau von Ende 2007 erreicht. Jedoch ist im selben Zeitraum die erwerbsfähige Bevölkerung um fast 17 Millionen Personen gestiegen. Der Rückgang der Partizipationsquote um 3 Prozentpunkte seit Ende 2007 trug somit wesentlich zur gesunkenen Arbeitslosenquote bei. Ein Großteil des Rückgangs der Partizipationsquote ist auf strukturelle Faktoren zurückzuführen. Das CBO (2014) geht daher davon aus, dass die aktuelle Partizipationsquote nur rund 0,75 Prozentpunkte unter ihrem Potenzialniveau liegt.

Unterstellt man die vom CBO geschätzte gleichgewichtige Arbeitslosenquote (NAIRU) in Höhe von 5,5 %, ergibt sich eine „Beschäftigungslücke“ von 2,4 Millionen Stellen. Bei fortgesetztem Stellenaufbau dürfte sich diese im Jahr 2016 schließen und die Ökonomie vollausgelastet sein. Dieses Bild einer deutlich reduzierten Unterauslastung des Arbeitsmarkts wird durch mehrere Arbeitsmarktindikatoren bestätigt. [↘ ABBILDUNG 13 UNTEN RECHTS](#)

108. Die Erholung des Arbeitsmarkts hat zu steigenden verfügbaren Einkommen geführt und damit zur Expansion des privaten Konsums beigetragen. Jedoch haben sich die Vermögenseffekte auf die Konsumneigung abgeschwächt, da sich die Immobilienpreise zuletzt verhaltener entwickelten als zuvor. Die Preissteigerungen gegenüber dem Vorjahresmonat, gemessen am Hauspreisindex der Federal Housing Finance Agency (FHFA), haben sich im Laufe der vergangenen zwölf Monate von 8 % kommend nahezu halbiert. Hierfür dürfte der **Anstieg der Langfristzinsen** mitverantwortlich sein. So haben sich zwischen Mai 2013 und Januar 2014 die Zinsen 30-jähriger Hypotheken und 10-jähriger Staatsanleihen um fast einen Prozentpunkt erhöht. Hierzu dürfte die Mitte des Jahres 2013 geführte Debatte über einen baldigen Ausstieg der Fed aus der expansiven Geldpolitik einen Beitrag geleistet haben.
109. Die Konjunktur wird von der **Fiskalpolitik** momentan kaum beeinträchtigt. Nach der Beilegung des Haushaltsstreits zu Jahresbeginn wurden größere Konsolidierungsmaßnahmen zunächst zurückgestellt. Insgesamt schätzt das CBO, dass geringere diskretionäre fiskalpolitische Maßnahmen das Wirtschaftswachstum in diesem und dem folgenden Jahr um höchstens 0,25 Prozentpunkte reduzieren werden (CBO, 2014). Im Jahr 2013 hatten sie noch einen geschätzten negativen Effekt von etwa 1,5 Prozentpunkten. Das staatliche Finanzierungsdefizit dürfte sich von 5,8 % des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2013 auf etwa 5,5 % in diesem Jahr reduzieren. Für das kommende Jahr wird aufgrund der guten Konjunktur ein weiterer Rückgang erwartet.
110. Die **Geldpolitik** wird weiterhin expansiv bleiben. Allerdings hat die Fed im Dezember 2013 mit der Rückführung ihrer Anleihekäufe im Rahmen ihres dritten Quantitative-Easing-Programms (QE3; JG 2012 Ziffer 45) begonnen und hat sie im Oktober dieses Jahres eingestellt. Aufgrund der sich bessernden Lage auf dem Arbeitsmarkt ist mit einer ersten Zinserhöhung im Frühjahr 2015 zu rechnen. Im restlichen Jahresverlauf 2015 dürften weitere Zinserhöhungen folgen. So gingen die Mitglieder des Offenmarktausschusses der Fed (FOMC) im September 2014 in ihren Prognosen im Mittelwert davon aus, dass der Leitzins Ende 2015 bei 1,4 % liegen wird (FOMC, 2014). Diese Zinsprognosen sind jedoch mit großer Unsicherheit behaftet. So ist das FOMC im Zuge der Finanzkrise nach

und nach mit seinen Zinsentscheidungen von der historischen Reaktion auf seine Inflations- und Arbeitslosigkeitsprognosen nach unten abgewichen. Zukünftige Zinsanhebungen sind somit für die Öffentlichkeit schwerer vorherzusagen, als es früher der Fall war.

111. In den vergangenen Jahren wurden häufig die Effekte der erhöhten Unsicherheit auf die Konjunktur hervorgehoben. So geht Bloom (2014) davon aus, dass der Anstieg der Politikunsicherheit zwischen den Jahren 2011 und 2013 in hohem Maße zum schwachen Aufschwung in den Vereinigten Staaten beigetragen hat. Born et al. (2014) zeigen hingegen, dass rückblickend keine bedeutenden Effekte der **Politikunsicherheit** auf das amerikanische Bruttoinlandsprodukt und die Arbeitslosenquote zu identifizieren sind. Negative Effekte lassen sich lediglich für die breiter definierte Unsicherheit hinsichtlich des makroökonomischen Umfelds finden. Diese Effekte laufen jedoch im Prognosezeitraum aus, sodass kaum noch negative Impulse zu erwarten sind.
112. Insgesamt rechnet der Sachverständigenrat damit, dass die US-amerikanische Wirtschaft im Prognosezeitraum spürbar stärker expandiert als ihr Produktionspotenzial, da die Produktionskapazitäten noch deutlich unterausgelastet sind. Die jährliche Zuwachsrates des Produktionspotenzials liegt nach Schätzungen verschiedener Institutionen im Bereich von 1,7 % bis 2,2 %. Die Expansion der Wirtschaftsleistung wird getragen von einer Ausweitung der Privaten Konsumausgaben. Diese werden begünstigt von steigenden Einkommen aufgrund einer stetigen Verbesserung des Arbeitsmarkts. Zudem ist zu erwarten, dass der Immobilienmarkt im kommenden Jahr wieder stärker an Fahrt aufnimmt. Insgesamt wird das Bruttoinlandsprodukt nach 2,3 % im Jahr 2014 vermutlich um 3,1 % im Jahr 2015 zunehmen.

## 2. China: Baukonjunktur belastet Wachstum

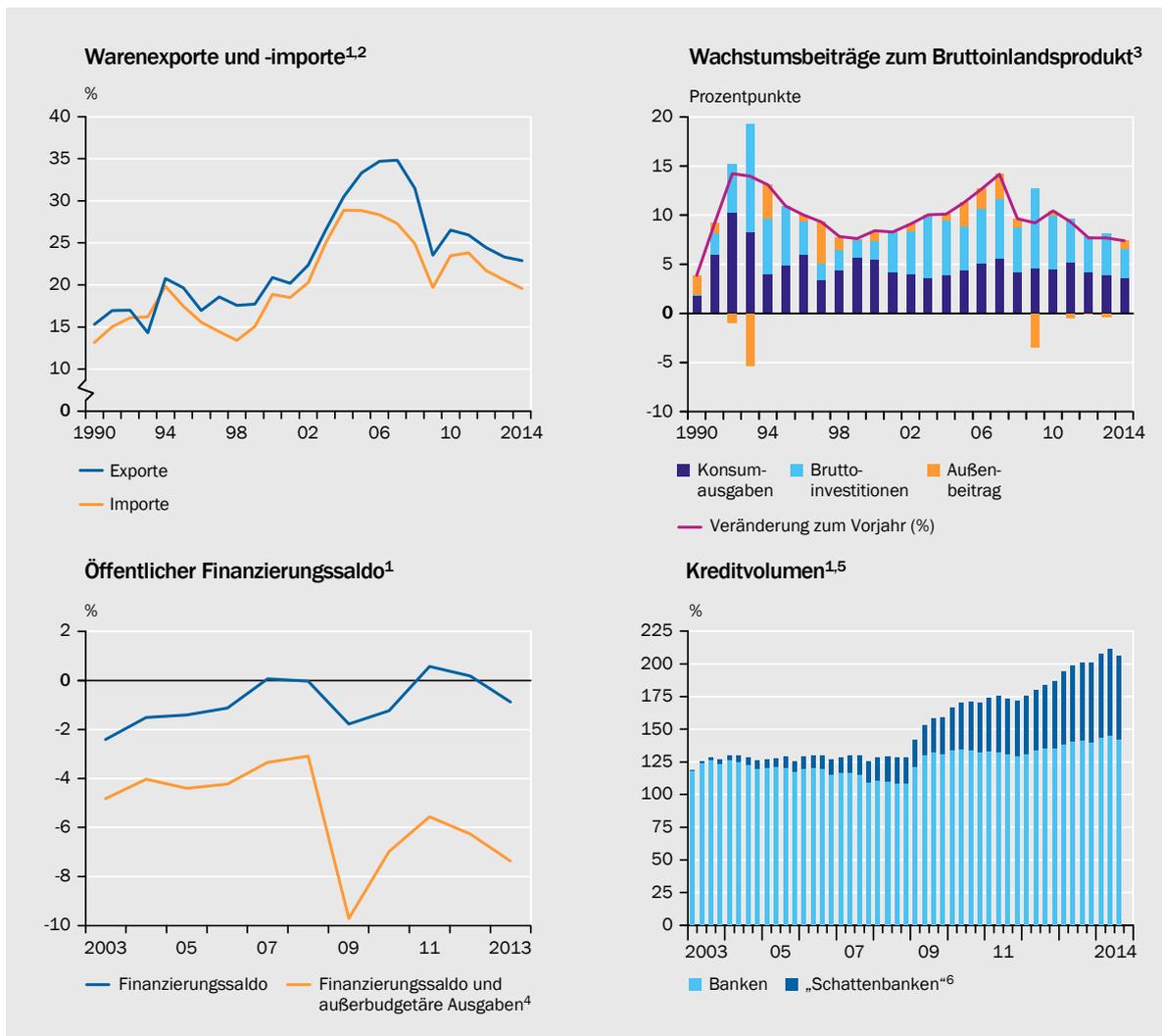
113. Die Wachstumsraten der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt haben im bisherigen Jahresverlauf 2014 weiter abgenommen. Das Bruttoinlandsprodukt stieg in den ersten drei Quartalen insgesamt um 7,4 % im Vergleich zum Vorjahreszeitraum. Zu Beginn dieses Jahres sah sich die Regierung sogar gezwungen, ein Konjunkturpaket aufzulegen, um das Wachstumsziel von 7,5 % zu erreichen.
114. Die **Triebkräfte des chinesischen Wirtschaftswachstums** haben sich in den letzten fünf Jahren aufgrund der schwächeren globalen Wirtschaftsentwicklung stark verändert. Zwischen den Jahren 2001 und 2008 haben viele internationale Unternehmen einen Teil ihrer Wertschöpfungsketten nach China verlagert. Infolgedessen nahmen die Ausfuhren und importierten Vorleistungen deutlich zu. [↪ ABBILDUNG 14 OBEN LINKS](#) Daneben wurden die Investitionen stark ausgeweitet, da verstärkt Produktionsstätten durch ausländische Direktinvestitionen aufgebaut wurden (Siebert, 2007). [↪ ABBILDUNG 14 OBEN RECHTS](#) Die globale Krise im Jahr 2009 und die seither vorherrschende schwache Konjunktur in den Industrieländern haben den Außenhandel belastet. Die im internationalen Vergleich immer noch hohen Zuwachsrates des Bruttoinlandsprodukts resultieren seitdem primär aus einer **schuldenfinanzierten Investitionstätigkeit im Bausektor**. Dies hat zu gesamtwirtschaftlichen Fehlentwicklungen geführt,

deren Korrektur seit Jahresbeginn einen dämpfenden Einfluss auf die Konjunktur ausübt und sie zukünftig weiter belasten wird.

115. Seit dem Jahr 2009 wird die chinesische Konjunktur durch eine deutlich expansive Fiskalpolitik gestützt. [ABBILDUNG 14 UNTEN LINKS](#) Jedoch wird die Größenordnung dieser fiskalischen Maßnahmen nicht im Staatsdefizit ausgewiesen, da die Lokalregierungen ihre Ausgaben für Investitionsprojekte außerbudgetär über Zweckgesellschaften finanzieren (Zhang und Barnett, 2014). Auf diese greifen sie verstärkt zurück, da es ihnen untersagt ist, selbstständig Steuern zu erheben oder Schulden aufzunehmen.

Der Internationale Währungsfonds (2014) geht davon aus, dass im Jahr 2013 das Staatsdefizit inklusive der außerbudgetären Ausgaben 7,4 % des Bruttoinlandsprodukts betrug. Die Staatsverschuldung schätzt er auf 54 % des Bruttoinlandsprodukts. Im Gegensatz dazu liegen die offiziellen Zahlen für das Staatsdefizit bei 0,9 % und für die Staatsverschuldung bei 39,4 % des Bruttoinlandsprodukts.

ABBILDUNG 14  
Konjunkturindikatoren für China



1 - In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt. 2 - Für 2014 Schätzung. 3 - Für 2014 1. bis 3. Quartal. 4 - Geschätzte Infrastrukturausgaben von lokalen Regierungen abzüglich Nettogrundstücksverkäufe. 5 - Eigene Berechnungen. 6 - Kreditvolumen außerhalb des Bankensektors.

Quellen: China Customs, IWF, National Bureau of Statistics, People's Bank of China

Das Niveau der gesamten **Staatsverschuldung** ist somit zwar **moderat**. Jedoch dürften viele Infrastrukturprojekte nicht die erforderliche Rendite erwirtschaften, um die ausstehenden Kredite zu bedienen. Einige regionale Regierungen könnten sich daher finanziell übernommen haben. Für den Prognosezeitraum ist davon auszugehen, dass die öffentlichen Baumaßnahmen zurückgeführt werden und dies die Konjunktorentwicklung dämpft.

116. Neben den Infrastrukturausgaben stützte der **Wohnungsbau** die chinesische Konjunktur. Der Anteil der Wohnungsbauinvestitionen am Bruttoinlandsprodukt hat sich von gut 7 % im Jahr 2008 auf 11 % im Jahr 2013 erhöht (IWF, 2014c). Seit Jahresanfang 2014 stagnieren jedoch die Preise und Umsätze auf dem Immobilienmarkt. In manchen Regionen sind sie sogar leicht rückläufig. Die starke Zunahme der städtischen Bevölkerung und die steigenden verfügbaren Einkommen dürften aber einer deutlichen Eintrübung bei den Investitionen in Wohnbauten entgegenwirken (Deutsche Bundesbank, 2014). Freilich werden die konjunkturellen Impulse seitens der Bauwirtschaft geringer ausfallen als in der jüngsten Vergangenheit.

117. Der verstärkte Ausbau der öffentlichen Infrastruktur und des privaten Wohnungsbestands führte zu einer hohen **gesamtwirtschaftlichen Verschuldung**. Das gesamtwirtschaftliche Kreditvolumen stieg von 130 % in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2008 auf über 200 % im Jahr 2013 (IWF, 2014c). Das Schattenbankensystem hat hierzu in den vergangenen beiden Jahren verstärkt beigetragen. [↘ ABBILDUNG 14 UNTEN RECHTS](#) Da dieses System intransparent und kaum reguliert ist, können die davon ausgehenden Gefahren nur schlecht eingeschätzt werden. Ein zentrales Risiko besteht darin, dass die Schattenbanken eine erhebliche Fristentransformation betreiben. Zudem existieren enge Verflechtungen mit dem Bankensystem.

Bisher sind aber noch keine negativen Effekte auf das Bankensystem zu beobachten (OECD, 2014a): So befindet sich der Bestand an **notleidenden Kreditforderungen** aktuell auf sehr niedrigem Niveau. Zudem sind die Banken gut kapitalisiert, etwa weil sie verstärkt Rückstellungen für mögliche Kreditausfälle aufgebaut haben. Die Regierung hat zuletzt Maßnahmen ergriffen, um die starke **Kreditausweitung einzudämmen**. Diese scheinen zu wirken, da sich die Zuwachsraten der Geldmenge und des Kreditvolumens jüngst verringerten.

118. Die genannten Probleme dürften in diesem und dem kommenden Jahr 2015 zu einem weiteren Rückgang des gesamtwirtschaftlichen Wachstums führen. Eine deutliche Reduktion erscheint jedoch unwahrscheinlich. Dies liegt zum einen an der kräftigen Ausweitung der real verfügbaren Einkommen. Zum anderen dürfte durch den weiteren Ausbau der sozialen Sicherungssysteme die hohe Sparquote der privaten Haushalte sinken. Außerdem verfügt die **Geld- und Fiskalpolitik** über genügend Spielraum, um bei einer weiteren Abschwächung der Konjunktur stützend einzugreifen. Jedoch würde sie damit die Korrektur der jüngsten gesamtwirtschaftlichen Fehlentwicklungen hinauszögern.

119. Der Sachverständigenrat geht davon aus, dass die Expansionsrate des Bruttoinlandsprodukts in China im Jahresdurchschnitt 2014 bei 7,4 % liegen wird. Im

nächsten Jahr dürfte die Zuwachsrate aufgrund der schwächeren fiskalischen Impulse und der geringeren Dynamik bei den Bauinvestitionen auf 7,0 % sinken.

### 3. Japan: Aufschwung nicht selbsttragend

120. Die konjunkturelle Entwicklung Japans wurde in der ersten Jahreshälfte 2014 maßgeblich von der **Mehrwertsteuererhöhung** von 5 % auf 8 % im April bestimmt. So sorgten Vorzieheffekte im ersten Quartal für das stärkste Quartalswachstum seit dem Jahr 2011 und im zweiten Quartal 2014 für einen Nachfrageeinbruch. Insgesamt stagnierte die japanische Wirtschaft in der ersten Jahreshälfte, obwohl im Februar 2014 versucht wurde, mit einem kurzfristig aufgelegten Konjunkturpaket im Umfang von 1,1 % des Bruttoinlandsprodukts gegenzusteuern. Die von der Steuererhöhung ausgelösten Quartalsschwankungen überlagerten den rückläufigen Trend des Wirtschaftswachstums seit Anfang des Jahres 2013.
121. Wenngleich eine nachhaltige Belebung der Binnennachfrage bislang nicht gelang, setzte sich die **positive Beschäftigungsentwicklung** fort. Die Arbeitslosenquote sank auf zuletzt 3,5 % im August 2014, von ehemals 5,5 % im Sommer 2009. Fortschritte zeigen sich zudem bei der Entwicklung der **Verbraucherpreis- und Kerninflation**. So verließen beide Kennzahlen im Sommer des Jahres 2013 den Deflationsbereich und stiegen – unterstützt vom Staatsanleihekaufprogramm der Bank of Japan (BoJ) und der damit einhergehenden Abwertung des japanischen Yen – bis zum Frühjahr 2014 kontinuierlich an.   
 ▽ KASTEN 13 Die Verbraucherpreisinflation lag daher bereits im Vorfeld der Mehrwertsteuererhöhung bei etwa 1,5 % und sprang anschließend auf 3,5 %. Bereinigt um diesen Effekt verlor der Preisauftrieb seither jedoch wieder an Schwung, weshalb die BoJ Ende Oktober eine zusätzliche Ausweitung des Staatsanleihekaufprogramms beschloss.

Für die weitere Konjunktorentwicklung nach dem Auslaufen der Sondereffekte wird maßgeblich sein, ob sich die Nominallohnentwicklung an der von der BoJ formulierten Zielinflationsrate von 2 % orientieren wird. Bislang zeichnet sich dies trotz steigender Inflationserwartungen noch nicht ab. Die Mehrwertsteuererhöhung verursachte im zweiten Quartal deshalb einen **Reallohnrückgang** um 3,2 % gegenüber dem Vorjahresquartal. Dieser Kaufkraftverlust überkompensiert momentan die positiven Einkommenseffekte aus dem Beschäftigungsaufbau und belastet die private Konsumnachfrage. Insgesamt deuten die konjunkturellen Faktoren auf keine Beschleunigung im Prognosezeitraum hin.

122. Das **Potenzialwachstum verharret** aufgrund der geringen Fortschritte der japanischen Regierung bei den angekündigten **Strukturreformen** auf einem niedrigen Niveau. Laut Schätzung der OECD (2014) liegt es im Jahr 2014 bei 0,8 %. Zwar kündigte die Regierung zuletzt an, die Körperschaftsteuer schrittweise ab dem Frühjahr 2015 zu senken, um die Gewinnaussichten der Unternehmen zu steigern und Investitionsanreize zu setzen. In entscheidenden anderen Bereichen fehlen jedoch weiterhin konkrete Reformpläne. Dies betrifft etwa Maßnahmen zur Erhöhung der Partizipationsquote von Frauen oder zur Erleich-

terung der Zuwanderung in den japanischen Arbeitsmarkt. Vor dem Hintergrund des demografisch bedingten Erwerbspersonenrückgangs dürfte ein Reformaufschub in diesen Bereichen besonders stark auf die Investitionen und damit das Wachstum wirken.

123. Im restlichen Verlauf des Jahres 2014 ist aufgrund der rückläufigen Realeinkommen lediglich mit einer schwachen Expansion des privaten Verbrauchs zu rechnen. Die für das dritte Quartal vorliegenden Indikatoren, wie etwa Einzelhandelsumsätze und Konsumentenvertrauen, lassen allerdings keinen Einbruch erwarten. Die Senkung der Körperschaftsteuer zu Beginn des Jahres 2015 dürfte einen stimulierenden Effekt auf die Investitionen haben, jedoch wird die zweite Stufe der Mehrwertsteuererhöhung im Oktober 2015 voraussichtlich erneut Schwankungen der Binnennachfrage hervorrufen. Insgesamt erwartet der Sachverständigenrat für das Jahr 2014 eine Zunahme des Bruttoinlandsprodukts um 0,8 %. Für das Jahr 2015 wird eine Wachstumsrate von 0,9 % prognostiziert.

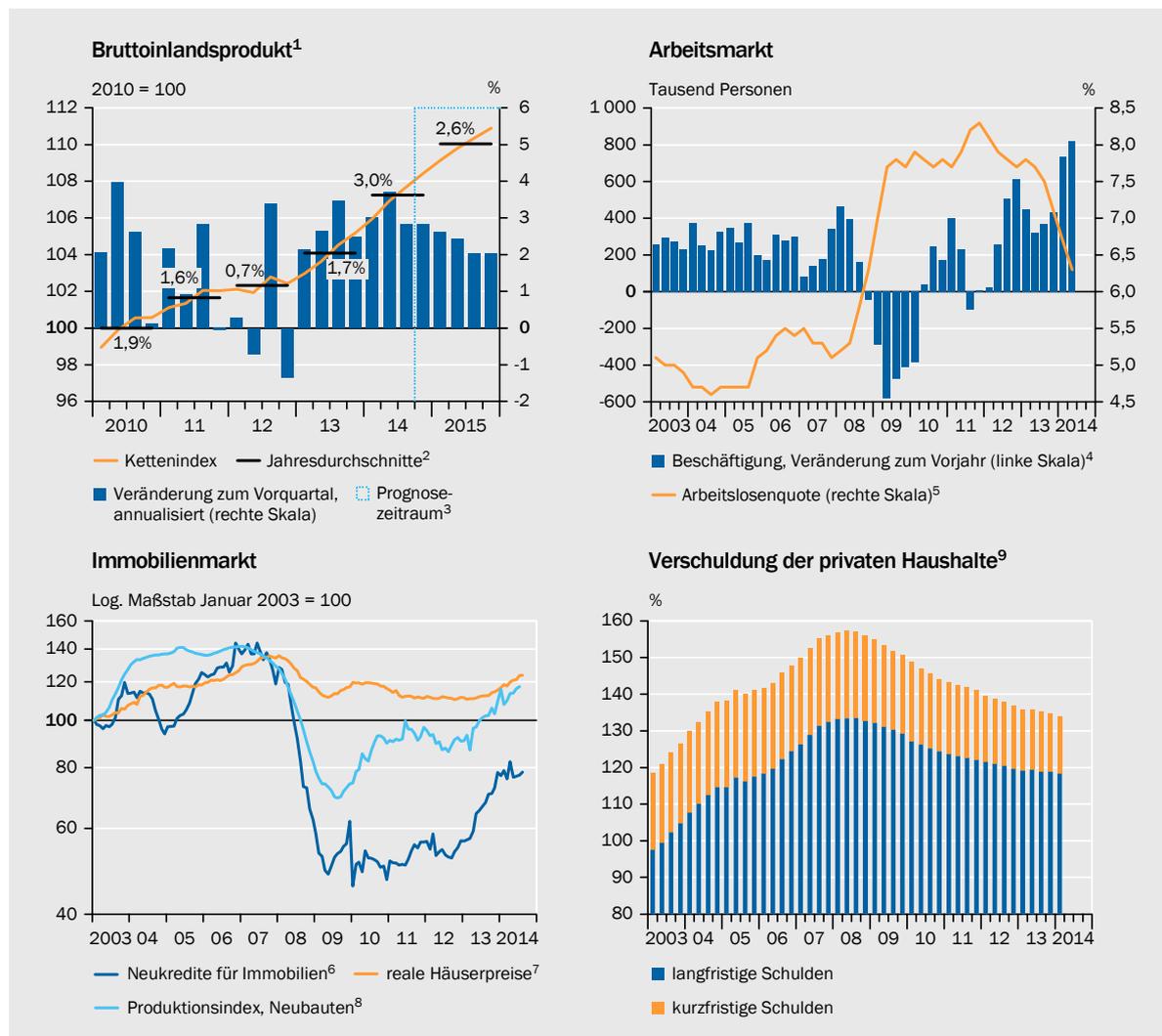
## 4. Vereinigtes Königreich: Binnenwirtschaft stützt Aufschwung

124. Der kraftvolle Aufschwung im Vereinigten Königreich setzt sich unvermindert fort. [↘ ABBILDUNG 15 OBEN LINKS](#) Das Bruttoinlandsprodukt wuchs in den letzten sieben Quartalen im Vergleich zum Vorquartal mit annualisierten Raten von 2 % bis annähernd 4 % und erreichte im Frühjahr 2014 erstmals das Vorkrisenniveau des Jahres 2008. Getragen wird die wirtschaftliche Belebung vor allem von der anhaltenden **Ausweitung des privaten Konsums**. Seit Mitte des Jahres 2013 kommen zunehmend Impulse von den Investitionen, die sich zu etwa gleichen Teilen auf die privaten Ausrüstungs- und Bauinvestitionen verteilen. Der Außenhandelssaldo und der Staatssektor spielen nur eine untergeordnete Rolle.
125. Die Entwicklung des privaten Konsums spiegelt vor allem die positive Entwicklung auf dem **britischen Arbeitsmarkt** wider. [↘ ABBILDUNG 15 OBEN RECHTS](#) Die Arbeitslosenquote ist seit Ende des Jahres 2011 kontinuierlich gefallen und liegt bei 6,0 %. Jedoch hat die Erholung auf dem Arbeitsmarkt noch nicht zu kräftigeren Lohnsteigerungen geführt. Der Anstieg der Nominallöhne je Arbeitnehmer liegt seit über fünf Jahren unter der Verbraucherpreisinflation. Im laufenden Jahr 2014 dürften die Reallöhne je Arbeitnehmer aber wieder steigen. Zusammen mit dem weiteren Beschäftigungsaufbau ist zu erwarten, dass die real verfügbaren Einkommen zukünftig noch kräftiger expandieren werden.
126. Im Zuge des konjunkturellen Aufschwungs hat sich die Belebung des **Immobilienmarkts** zuletzt beschleunigt. Die Häuserpreise stiegen im August 2014 um insgesamt rund 12 % gegenüber dem Vorjahresmonat, in London sogar um etwa 20 %. Allerdings lassen sich momentan keine deutlichen Anzeichen für Fehlentwicklungen erkennen:
- Die **Kreditvergabe** stieg bislang nur moderat und ist vergleichsweise weit von früheren Höchstständen entfernt. [↘ ABBILDUNG 15 UNTEN LINKS](#) Das Volumen der neu vergebenen Immobilienkredite lag in der ersten Jahreshälfte 2014 knapp 45 % unterhalb des Wertes des Jahres 2007.

- Bisher fand keine ausgeprägte **Reallokation** von Ressourcen hin zur Bauwirtschaft statt. So liegt die Bauproduktion trotz jüngster Zuwächse über 10 % unter dem Vorkrisenniveau.
- Die privaten Haushalte haben ihre **Verschuldung** nicht erhöht. Ganz im Gegenteil reduzierte sich die Schuldenquote – Verschuldung im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen – um etwa 23 Prozentpunkte gegenüber dem Höchststand im Jahr 2008, der bei 157 % gelegen hatte. [ABBILDUNG 15 UNTEN RECHTS](#) Die Bank of England (BoE) geht daher davon aus, dass die private Verschuldung in naher Zukunft keine Bedrohung für die Finanzmarktstabilität darstellt (Bank of England, 2014).
- Der Anteil der Immobilienkredite, die eine Relation des Kreditbetrags zum Immobilienwert („**loan to value ratio**“) von über 90 % aufweisen, ist im Vergleich zu der Zeit vor der Finanzkrise relativ gering (Carney, 2014b). Zuletzt hat der Anteil aber zugenommen (Bank of England, 2014).

ABBILDUNG 15

Konjunkturindikatoren für das Vereinigte Königreich



1 - Reale Werte, saison- und kalenderbereinigt. 2 - Veränderung zum Vorjahr. 3 - Prognose des Sachverständigenrates. 4 - Wohnbevölkerung. 5 - In Relation zur Erwerbsbevölkerung. 6 - Monatliches Volumen. 7 - Hauspreisindex des ONS deflationiert mit dem VPI. 8 - Private Wohngebäude, bis Ende 2009 interpolierte Quartalswerte. 9 - In Relation zum gleitenden Durchschnitt von 4 Quartalen des verfügbaren Einkommens.

Quellen: BoE, Eurostat, ONS

Daten zur Abbildung

SVR-14-302

127. All dies deutet aktuell eher auf einen nachhaltigen Aufschwung im Vereinigten Königreich hin. Jedoch war die Dynamik auf dem Immobilienmarkt zuletzt so rasant, dass sich die Bewertung der Situation schnell ändern kann (IWF, 2014d). Der britische Immobilienmarkt wird neben konjunkturellen Faktoren von **fiskal- und geldpolitischen Instrumenten** beeinflusst. Auf der einen Seite stehen die Maßnahmen der „Help to Buy“- und „Funding for Lending“-Programme. Mit ersterem erleichtert die Regierung einkommensschwachen Haushalten den Zugang zu Immobilienkrediten und erhöht dadurch die Immobiliennachfrage. Die BoE geht jedoch davon aus, dass hiervon keine wesentlichen Effekte auf den Immobilienmarkt oder die Finanzmarktstabilität ausgehen (Carney, 2014b). Mit letzterem fördert die BoE die Kreditvergabe der Geschäftsbanken an den privaten Sektor. Seit November 2013 sind Kredite an private Haushalte jedoch ausgenommen, sodass keine Beeinflussung des privaten Häusermarkts mehr besteht.

Auf der anderen Seite stehen die Maßnahmen des „Mortgage Market Review“ der BoE vom April 2014, mit denen die **Kreditvergabestandards verschärft** wurden. Unter anderem sehen die neuen Richtlinien vor, dass Neukredite maximal das 4,5-fache des Schuldnerjahreseinkommens betragen sollen. Außerdem ist im Rahmen eines Stresstests zu prüfen, ob die Rückzahlung der Kredite nach einem kräftigen Zinsanstieg für die privaten Haushalte noch zu schultern ist. Beide Regeln sind allerdings aktuell noch nicht bindend.

128. Im Prognosezeitraum dürfte wegen der bevorstehenden Unterhauswahlen im Mai 2015 kaum mit neuen Konsolidierungsanstrengungen der **Fiskalpolitik** zu rechnen sein. Auf Seiten der **Geldpolitik** ist zu erwarten, dass wegen der fortschreitenden Erholung am Arbeits- und Immobilienmarkt im Jahresverlauf 2015 die Leitzinsen erhöht werden. Die Zinswende und das allmähliche Abklingen der konjunkturellen Aufholprozesse dürften im kommenden Jahr zu einer schrittweisen Verringerung der Wachstumsraten in Richtung des Potenzialwachstums von etwa 1,5 % führen. Aufgrund der Entwicklung im ersten Halbjahr und der hohen konjunkturellen Grunddynamik erwartet der Sachverständigenrat im Jahr 2014 ein Wirtschaftswachstum von 3,0 %. Für das Jahr 2015 wird eine Zunahme um 2,6 % prognostiziert.

## III. EURO-RAUM: IM GRIFF DER REFORMUNWILLIGEN

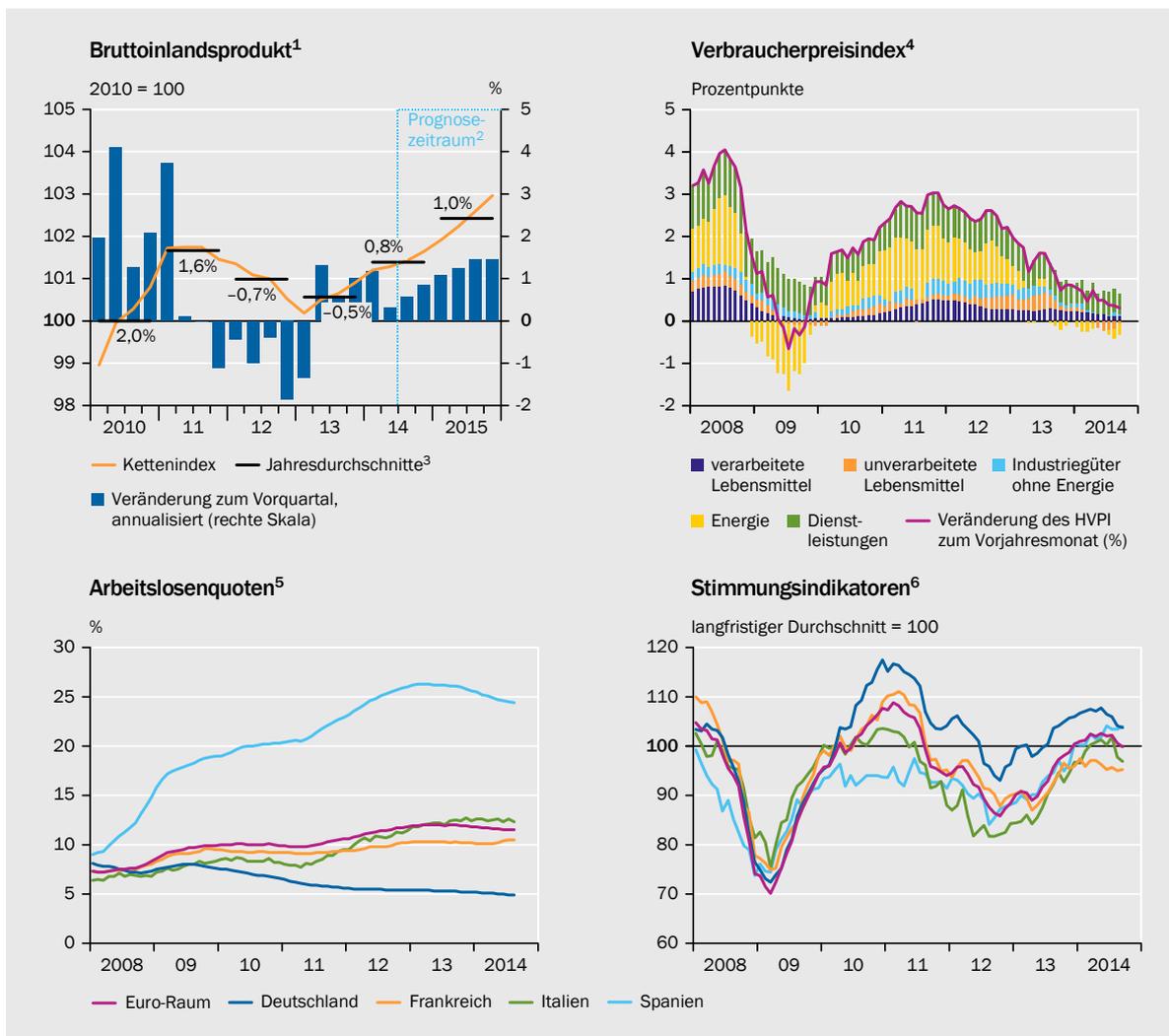
### 1. Konjunkturelle Lage

129. Die im Frühjahr erwartete **Konjunkturerholung** des Euro-Raums ist **nicht eingetreten**. Zwar konnte die Wirtschaftsleistung im ersten Quartal leicht expandieren, jedoch stagnierte sie im zweiten Quartal. ↘ [ABBILDUNG 16 OBEN LINKS](#) Wesentlich trug dazu die schwache Entwicklung in Frankreich und Italien bei; Italiens Wirtschaft schrumpfte im zweiten Quartal sogar erneut. In diesem Zeitraum

gingen zudem negative Impulse von der deutschen Konjunktur aus. [↘ ZIFFER 156](#) Hier waren jedoch witterungsbedingte Effekte maßgebend. Von den großen Volkswirtschaften behielt nur Spanien den Erholungskurs bei. In Einklang mit der schwachen Konjunktorentwicklung haben sich die Verbraucher- und Unternehmensstimmung in nahezu allen Ländern eingetrübt. [↘ ABBILDUNG 16 UNTEN RECHTS](#)

130. Aufgrund der schwachen Konjunktur verharrt die **Arbeitslosigkeit** im Euro-Raum – trotz eines leichten Rückgangs seit Jahresbeginn – auf einem hohen Niveau von zuletzt 11,5 % im August 2014. [↘ ABBILDUNG 16 UNTEN LINKS](#), mit großen Unterschieden zwischen den Mitgliedstaaten: Die Arbeitslosenquoten in Frankreich und Italien bewegen sich seitwärts beziehungsweise steigen sogar leicht, während sie in Irland, Spanien und Portugal bereits deutlich zurückgehen. Gleichwohl liegen die Arbeitslosenquoten für Irland und Portugal noch weit über 10 % und für Spanien sogar bei 24,4 %.

↘ ABBILDUNG 16  
Konjunkturindikatoren für den Euro-Raum



1 – Reale Werte, saison- und kalenderbereinigt. 2 – Prognose des Sachverständigenrates. 3 – Veränderung zum Vorjahr. 4 – Gesamtindex des HVPI und die Beiträge der einzelnen Teilindizes. 5 – In Relation zur Erwerbsbevölkerung. 6 – Economic Sentiment Indicator (ESI).

Quellen: Europäische Kommission, Eurostat, EZB

131. Die Verbraucherpreisinflation ist seit Ende des Jahres 2012 stetig bis auf 0,3 % im September 2014 gefallen. Ein wesentlicher Teil der niedrigen **Inflationsrate** geht auf fallende Preise für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel zurück. Von diesen Gütern wird ein Großteil importiert, sodass die Preisrückgänge zum Teil auf die Aufwertung des Euro im Verlauf des vergangenen Jahres zurückzuführen sind. Insgesamt hatten die Preise für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel beispielsweise im September 2014 einen negativen Wachstumsbeitrag von 0,3 Prozentpunkten der Inflationsrate. [↘ ABBILDUNG 16 OBEN RECHTS](#)

Die besondere Bedeutung der fallenden **Importpreise** für die Konsumentenpreise zeigt sich bei einer Gegenüberstellung mit dem Deflator des Bruttoinlandsprodukts. Dessen Veränderungsrate lag in den vergangenen Quartalen durchweg oberhalb der Verbraucherpreisinflation, da er einen wesentlich breiteren Warenkorb umfasst und somit die Importpreise weniger stark berücksichtigt. Im zweiten Quartal 2014 stieg er im Vorjahresvergleich um 0,8 %. Die Kerninflation – Inflationsrate ohne Nahrungsmittel und Energie – liegt mit gut 0,8 % ebenfalls über der Verbraucherpreisinflation. Jedoch ist die Kerninflation in den zurückliegenden Monaten ebenfalls rückläufig und befindet sich auf einem niedrigen Niveau.

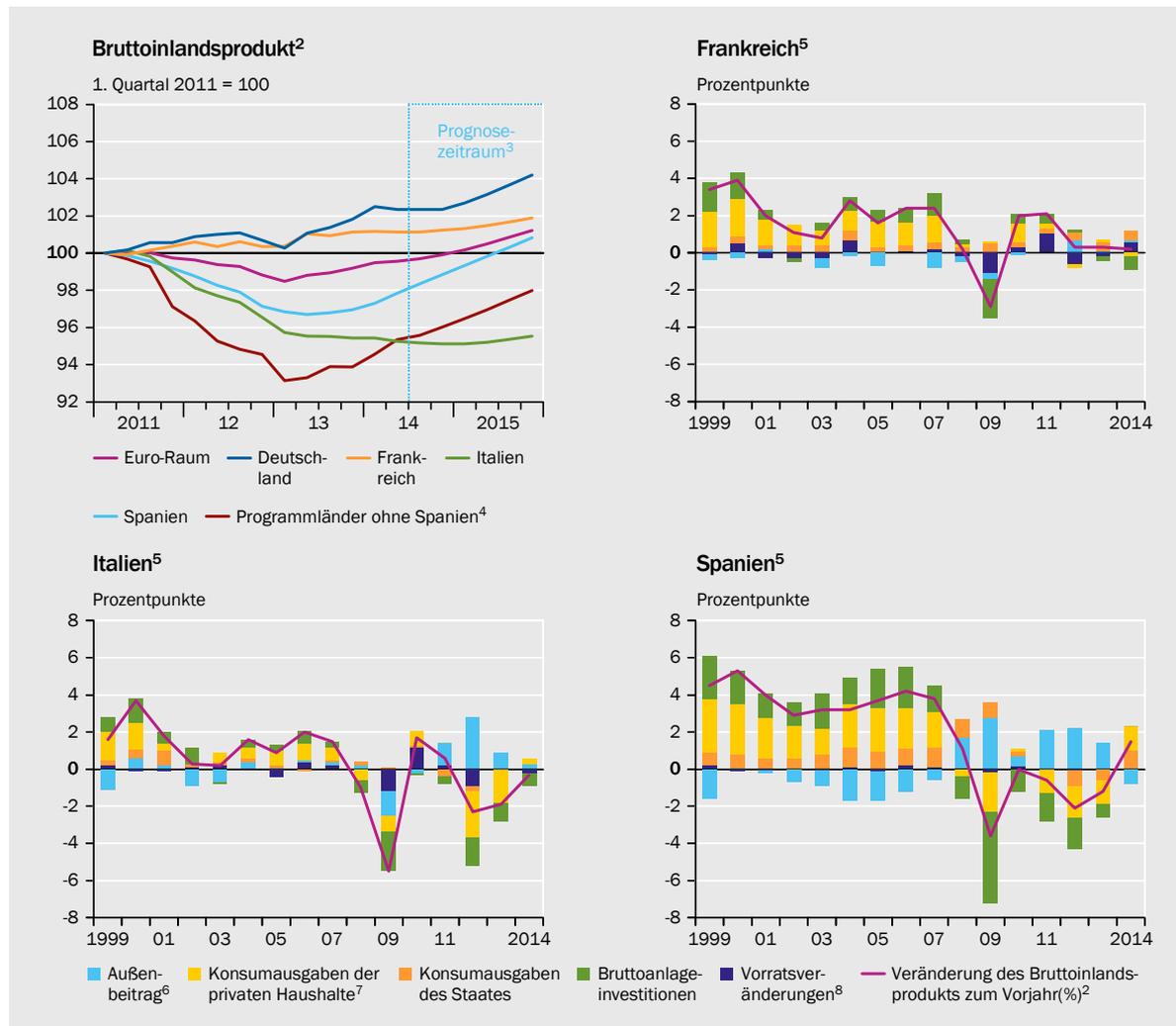
## 2. Analyse der großen Volkswirtschaften

132. Die Wirtschaftsleistung des Euro-Raums ist seit dem Jahr 2011 kaum gestiegen. Hierfür waren bis zum Frühjahr 2013 vor allem die **Rezessionen in den ehemaligen Programmländern sowie in Italien** verantwortlich. Seit dem Sommer des Jahres 2013 zeigen die in Irland, Portugal und Spanien eingeleiteten Reformen auf den Produkt- und Arbeitsmärkten ihre positiven Effekte. Die ehemaligen Programmländer haben an Wettbewerbsfähigkeit gewonnen und befinden sich in einem moderaten Aufschwung. [↘ ZIFFERN 216 FF.](#) Im Kontrast hierzu steht insbesondere Italien, dessen Bruttoinlandsprodukt seit Mitte des Jahres 2011 nicht mehr gewachsen ist und in der ersten Jahreshälfte 2014 abermals zurückging. Von den großen Volkswirtschaften im Euro-Raum weist Italien seit dem Jahr 2000, insbesondere aber seit der Finanzkrise, die schlechteste Wirtschaftsentwicklung auf.
133. Im Verlauf des Jahres 2014 wird zudem immer deutlicher, dass die **schwache Wirtschaftsentwicklung in Frankreich** die konjunkturelle Erholung des Euro-Raums behindert. Zwar ist die zweitgrößte Volkswirtschaft des Währungsraums im Vergleich zu den Krisenländern recht gut aus der globalen Finanzkrise gekommen und konnte in den Jahren 2012 und 2013 mit ähnlichen Zuwachsraten wie Deutschland aufwarten. Im Unterschied zu Deutschland kam das Wirtschaftswachstum in Frankreich im Jahr 2014 jedoch zum Erliegen. Zudem zeigt sich bei der Entwicklung der Arbeitslosenquote seit dem Jahr 2008 ein ähnlich treppenförmiger Verlauf, wie er für Deutschland bis Mitte der 2000er-Jahre charakteristisch war: Die im konjunkturellen Abschwung aufgebaute Arbeitslosigkeit wird im folgenden Aufschwung nicht wieder vollständig abgebaut. In Frankreich liegt die Arbeitslosenquote mit über 10 % inzwischen etwa doppelt so hoch wie in Deutschland. [↘ ABBILDUNG 16 UNTEN LINKS](#)

134. Die wirtschaftliche Schwäche Frankreichs und Italiens spielt für die Konjunktur des gesamten Euro-Raums eine große Rolle. Die beiden Länder sind für etwa 38 % der Wirtschaftsleistung im Euro-Raum verantwortlich, während die Wirtschaftsleistung von Portugal, Irland und Spanien zusammen nur etwa 14 % ausmacht. Zudem sind sie über den Handel stark mit den Mitgliedstaaten verflochten, wodurch sich deutliche **Spillover-Effekte** ergeben. Somit hat ein starker Rückgang in der Binnennachfrage beider Länder signifikant negative Auswirkungen auf den gesamten Euro-Raum. Deshalb ist es wichtig zu verstehen, ob die Entwicklung in Frankreich und Italien auf konjunkturelle oder eher strukturelle, das Potenzialwachstum betreffende, Faktoren zurückgeht.
135. Erste Hinweise auf mögliche Ursachen der bisherigen Entwicklung Frankreichs und Italiens liefert ein Vergleich der **Wachstumsbeiträge der Verwendungskomponenten** des Bruttoinlandsprodukts mit denen anderer Mitglied-

▾ ABBILDUNG 17

Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts und seiner Wachstumsbeiträge in ausgewählten Mitgliedstaaten des Euro-Raums<sup>1</sup>



1 – Soweit verfügbar, Werte nach ESGV 2010, ansonsten nach ESGV 95. 2 – Reale Werte. 3 – Prognose des Sachverständigenrates. 4 – Griechenland, Irland und Portugal. 5 – Für 2014: Veränderung des 1. Halbjahres gegenüber dem Winterhalbjahr 2013. 6 – Exporte abzüglich Importe von Waren und Dienstleistungen. 7 – Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck. 8 – Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

**Daten zur Abbildung**

Quelle: Eurostat

SVR-14-273

staaten, insbesondere mit den ehemaligen Programmländern. [↘ ABBILDUNG 17](#) Seit dem Jahr 2011 kamen für die ehemaligen Programmländer vermehrt exportgetriebene Impulse vom Außenbeitrag. Für Italien lieferte der Außenhandel ebenfalls positive Wachstumsbeiträge, jedoch überwiegend durch die schwache Importentwicklung, welche die rückläufige Entwicklung der Binnennachfrage reflektiert. Für Frankreich verblieb der Außenhandelskanal hingegen ohne Wachstumsimpulse, da sich die Ex- und Importe in konstantem Verhältnis schwach positiv entwickelten. In den ehemaligen Programmländern war zudem im Jahr 2014 zu beobachten, dass deren Investitionsnachfrage für Ausrüstungen leicht anstieg und der private Verbrauch im Gegensatz zu den Vorjahren wieder zulegen konnte. Im Vergleich dazu konnten die Investitions- und Konsumausgaben in Italien und Frankreich bislang nicht spürbar zunehmen.

### Staatliche und private Verschuldung

136. In den vergangenen Jahren sind in den ehemaligen Programmländern sowie in Frankreich und Italien **umfangreiche Konsolidierungsmaßnahmen** eingeleitet und durchgeführt worden. Insbesondere in Italien wurde jedoch vornehmlich über Steuererhöhungen konsolidiert, die im Vergleich zu ausgabeseitigen Maßnahmen kurz- und mittelfristig das Wachstum am stärksten belasten (JG 2013 Ziffer 240; Cogan et al., 2013; Wolters, 2013). In Frankreich waren die ursprünglichen Pläne demgegenüber wachstumsfreundlicher und sahen eine gleichmäßige Aufteilung zwischen Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen vor. Bisher wurden jedoch vorwiegend die einnahmeseitigen Maßnahmen umgesetzt (IWF, 2014e). Nennenswerte ausgabenseitige Schritte lassen weiter auf sich warten. Der konkrete Umsetzungsgrad einzelner Konsolidierungspläne ist dabei allerdings in allen Ländern nur schwer zu beziffern. Auf aggregierter Ebene zeigt sich, dass die strukturellen Finanzierungssalden sowohl in den ehemaligen Programmländern als auch in Italien und Frankreich merklich reduziert werden konnten. So sank etwa in Frankreich das strukturelle Defizit zwischen den Jahren 2010 und 2013 um rund die Hälfte auf -2,7 %.

Die Konsolidierungsbemühungen drücken sich ebenfalls in den Entwicklungen der Primärsalden aus. So konnte Italien seinen Primärsaldo seit dem Jahr 2010 um annähernd 2 Prozentpunkte verbessern und weist inzwischen Primärüberschüsse aus. Frankreich hat sein Primärdefizit von 4,5 % im Jahr 2010 auf etwa 2 % im Jahr 2013 zurückgeführt.

137. Gleichwohl wurde das Tempo der Konsolidierung in allen Mitgliedstaaten zuletzt deutlich verringert. [↘ ABBILDUNG 10 SEITE 55](#) Per Saldo dürfte im Euro-Raum daher im Jahr 2014 nahezu keine Konsolidierung mehr feststellbar sein. Dies steht für die ehemaligen Programmländer im Einklang mit dem Zeitplan der Europäischen Kommission zur mittelfristigen Erreichung eines strukturell ausgeglichenen Haushalts. Spanien ist den Empfehlungen des Rates sogar um ein Jahr voraus. Frankreich und Italien hingegen hängen mit ihrer Konsolidierung ein bis zwei Jahre hinter den Ratsempfehlungen zurück und werden die ursprünglichen Haushaltsziele in diesem Jahr verfehlen (EZB, 2014b). Der **Rückgang der Konsolidierungsanstrengungen** in Frankreich und Italien ist

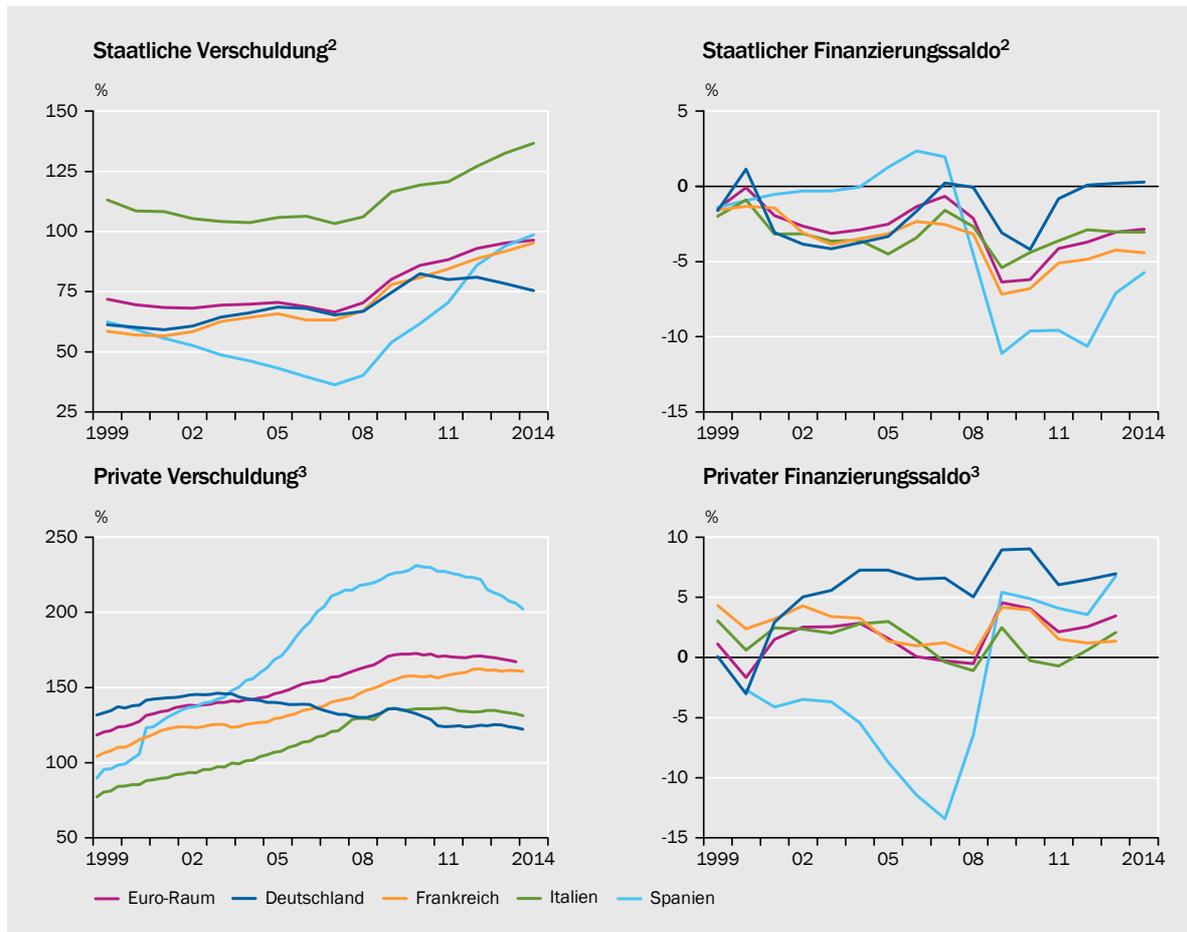
bemerkenswert, da die Schuldenstände weit oberhalb von 60 % liegen und die im Fiskalpakt verbindlich vereinbarten Konsolidierungspfade deutlich ambitionierter sind. [↘ ABBILDUNG 18 OBEN](#)

138. Im Gegensatz zum öffentlichen Sektor wies der **private Sektor** in nahezu allen Programmländern sowie in Frankreich und Italien in den vergangenen fünf Jahren einen **positiven Finanzierungssaldo** aus. [↘ ABBILDUNG 18 UNTEN RECHTS](#) In Frankreich und Italien befindet sich die private Verschuldung gemessen am Bruttoinlandsprodukt zudem unterhalb des Niveaus des Euro-Raums. Jedoch erhöhte sich in beiden Ländern seit dem Jahr 1999 die Verschuldungsquote um gut 20 Prozentpunkte. [↘ ABBILDUNG 18 UNTEN LINKS](#) Der treibende Faktor hinter der französischen Verschuldung war die Entwicklung der Immobilienkredite (Europäische Kommission, 2014). In Italien haben neben den Immobilienkrediten die Konsumentenkredite ebenfalls zum Anstieg der privaten Verschuldung beigetragen (Europäische Kommission, 2012).

Seit dem Jahr 2009 hat sich die Schuldenquote beider Länder nicht mehr erhöht. Im Vergleich zu den Vorjahren haben die privaten Haushalte und nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ihre Kreditaufnahmen damit deutlich zurückge-

[↘ ABBILDUNG 18](#)

**Verschuldung und Finanzierungssalden ausgewählter Mitgliedstaaten des Euro-Raums<sup>1</sup>**



1 - In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt. Nach ESVG 95. 2 - Für das Jahr 2014 Schätzung des IWF. 3 - Private Haushalte einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck sowie nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften.

Quellen: Deutsche Bundesbank, Eurostat, IWF

**Daten zur Abbildung**

SVR-14-350

fahren. Somit kann in beiden Ländern ein **Konsolidierungsprozess** beobachtet werden. Dieser zeigte sich bislang nicht in einem Rückgang der privaten Schuldenstandsquote, da das nominale Bruttoinlandprodukt im selben Zeitraum in Frankreich stagnierte und im Fall von Italien sogar zurückging. Die bis zuletzt rückläufige Kreditentwicklung im privaten Sektor Frankreichs und Italiens deutet auf ein Andauern des Konsolidierungsprozesses hin und lässt in beiden Ländern keine kreditfinanzierte Ausweitung der privaten Konsum- und Investitionsnachfrage erwarten.

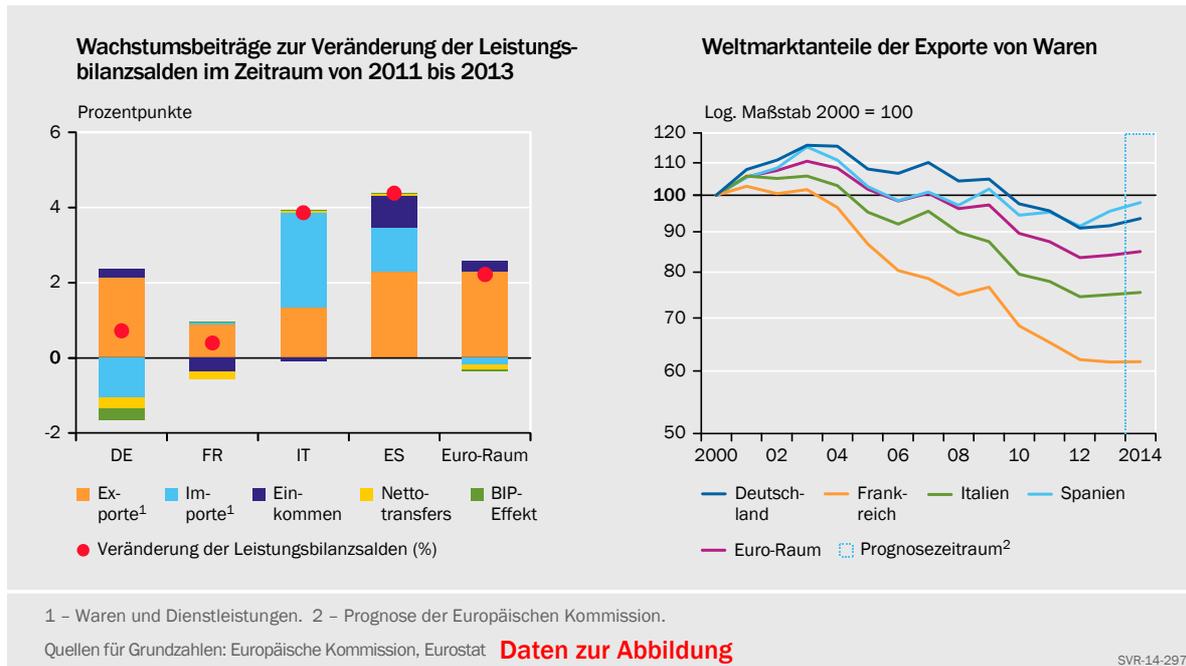
In den ehemaligen Programmländern hat sich der Konsolidierungsprozess für die privaten Haushalte und die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften weiter fortgesetzt. Im Unterschied zu Frankreich und Italien ist zu beobachten, dass die Schuldenstände langsam zurückgehen, jedoch befinden sie sich nach wie vor auf hohem Niveau.

### Wettbewerbsfähigkeit

139. Die Konsolidierungsbemühungen im privaten und öffentlichen Sektor haben sich in einer deutlichen Verbesserung der **Leistungsbilanzsalden** in den Programmländern und in Italien niedergeschlagen. In Frankreich hat sich das Leistungsbilanzdefizit im Verlauf der vergangenen beiden Jahre demgegenüber kaum verringert. Bei realwirtschaftlicher Betrachtung der Leistungsbilanz zeigt sich, dass in den ehemaligen Programmländern die Exporte seit dem Jahr 2011 deutlich expandierten, während in Italien und Frankreich geringere Impulse seitens der Ausfuhren zu beobachten waren. In Italien geht die Verbesserung des Leistungsbilanzsaldos größtenteils auf den Rückgang der Importe zurück. [↘ ABBILDUNG 19 LINKS](#) Die relativ schwache Exportentwicklung Frankreichs und Italiens ist kein Phänomen der jüngeren Vergangenheit, sondern schon seit Einführung der Währungsunion zu beobachten. Sie drückt sich in einem überproportionalen **Rückgang der Exportmarktanteile** am Weltmarkt aus. [↘ ABBILDUNG 19 RECHTS](#)
140. Ein Grund für die moderate Entwicklung der Exportnachfrage ist die schwache Wettbewerbsfähigkeit der italienischen und französischen Wirtschaft. Im Vergleich zum Durchschnitt des Euro-Raums ist für beide Länder eine deutliche und persistente Verschlechterung der **preislichen Wettbewerbsfähigkeit** – gemessen am realen Wechselkurs auf Basis der Lohnstückkosten – seit Beginn der Währungsunion zu beobachten. [↘ ABBILDUNG 20 LINKS OBEN](#) Insgesamt beträgt die reale Aufwertung gegenüber Deutschland (dem Euro-Raum) seit Anfang 2000 für Frankreich 17 % (4 %) und für Italien mehr als 26 % (12 %). Im Gegensatz hierzu steht die Entwicklung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der ehemaligen Programmländer, insbesondere von Spanien. So hatte Spanien zunächst bis zum Jahr 2008 besonders stark an Wettbewerbsfähigkeit verloren und um 15 % gegenüber dem Euro-Raum real aufgewertet. Im Unterschied zu Frankreich und Italien konnte Spanien den Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit seither jedoch mehr als kompensieren.

▸ **ABBILDUNG 19**

**Leistungsbilanzsalden und Weltmarktanteile der Exporte ausgewählter Mitgliedstaaten des Euro-Raums**



**141.** Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft hängt maßgeblich von der Produktivitäts- und Lohnentwicklung ab. Diese Größen haben sich seit dem Jahr 2008 in den einzelnen Ländern höchst unterschiedlich entwickelt: In Italien resultiert der Anstieg der Lohnstückkosten vor allem aus der **schwachen Produktivitätsentwicklung**. ▸ **ABBILDUNG 20 OBEN RECHTS** Trotz stark rückläufiger Beschäftigung im Export- und Nichtexportsektor hat sich die Produktivität verschlechtert. Gleichwohl sind die Löhne weiter gestiegen, sodass sich vor allem die Exportgüter immer weiter verteuert haben.

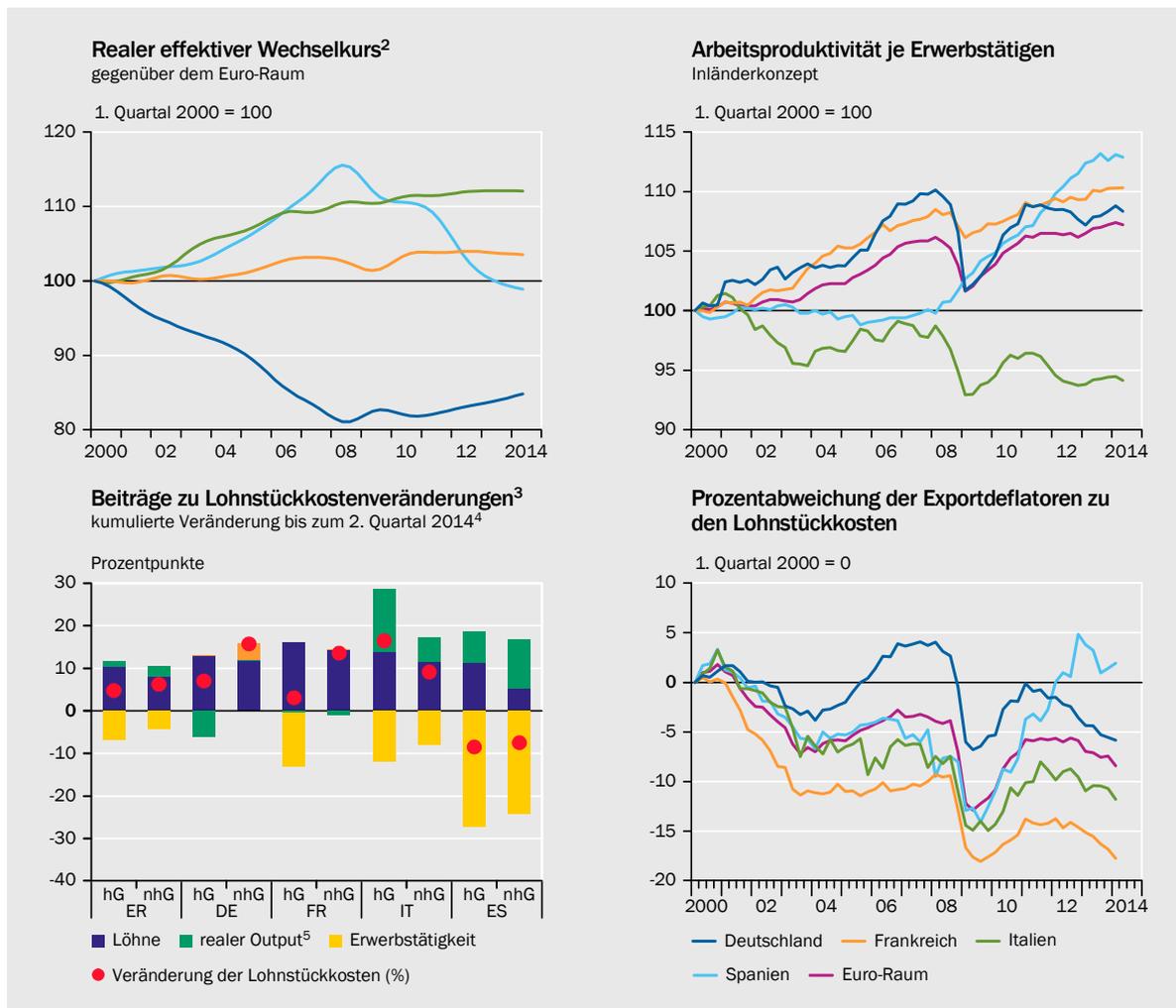
Hingegen zeigt sich für die französische Wirtschaft, dass sich die Produktivität je Erwerbstätigen im Vergleich zum Euro-Raum und Deutschland etwas besser entwickelt hat. Im Exportsektor hat die Produktivität je Erwerbstätigen Frankreichs mit 13 % sogar deutlich stärker zugelegt als im deutschen Exportsektor. Im Gegensatz zu Deutschland resultieren die französischen Produktivitätsfortschritte jedoch zum größten Teil aus einem Rückgang der Erwerbstätigkeit. Dabei haben die Löhne in Frankreich seit dem Jahr 2008 etwas stärker zugenommen als im restlichen Euro-Raum und in Deutschland, obwohl sich die Arbeitsmarktlage im selben Zeitraum stetig verschlechterte. ▸ **ABBILDUNG 20 UNTEN LINKS**

**142.** Spanien konnte seine preisliche Wettbewerbsposition im Gegensatz zu Frankreich und Italien seit dem Jahr 2008 deutlich verbessern. So reduzierte Spanien seine **Lohnstückkosten** seit dem Jahr 2008 um knapp 6 %. Ein Großteil dieser Verbesserung lässt sich durch die Steigerung der Produktivität je Erwerbstätigen von gut 12 % erklären. Im Exportsektor betrug der Anstieg sogar knapp 20 %. Bei genauerer Betrachtung zeigt sich jedoch, dass sich ein wesentlicher Teil des Produktivitätsanstiegs durch einen kräftigen Beschäftigungsrückgang erklären lässt. Sowohl im Exportsektor als auch im Nichtexportsektor hat die Beschäftigung seit dem Jahr 2008 um etwa 25 % abgenommen. ▸ **ABBILDUNG 20 UNTEN LINKS**

143. Vor allem in den vorangegangenen Jahren konnten die Unternehmen in Frankreich und Italien die steigenden Löhne nicht mehr auf die Exportpreise überwälzen, sodass die **Gewinnspannen** der Exporteure erodierten. Dies zeigt sich für beide Länder in einer zunehmenden Differenz zwischen den Ausführpreisen (gemessen am Exportdeflator) und den Lohnstückkosten. [ABBILDUNG 20 UNTEN RECHTS](#) Die geringeren Gewinnmargen belasten die Investitionstätigkeit und somit das Produktionspotenzial sowie die Produktivitätsentwicklung. Sowohl in Frankreich als auch in Italien zeigt sich dies in einem schleichenden „Deindustrialisierungsprozess“ und einem Bedeutungsverlust des Verarbeitenden Gewerbes. So ist in beiden Ländern der Anteil des Verarbeitenden Gewerbes an der gesamten Bruttowertschöpfung seit dem Jahr 2000 um annähernd fünf Prozentpunkte auf zuletzt etwa 10 % in Frankreich und etwa 15 % in Italien gesunken.
144. Für die Erklärung der schwachen Exportentwicklung Frankreichs und Italiens dürften nicht-preisliche Faktoren eine noch größere Rolle spielen als die Ver-

ABBILDUNG 20

Wettbewerbsindikatoren ausgewählter Mitgliedstaaten des Euro-Raums<sup>1</sup>



1 – Soweit verfügbar, Werte nach ESVG 2010, ansonsten nach ESVG 95. 2 – Auf Lohnstückkostenbasis. 3 – Eigene Berechnungen; ER - Euro-Raum, DE - Deutschland, FR - Frankreich, IT - Italien, ES - Spanien; hG: Wirtschaftsbereich mit handelbaren Gütern (Verarbeitendes Gewerbe), nhG: Wirtschaftsbereiche mit nicht-handelbaren Gütern (Baugewerbe, Handel, Verkehr, Gastgewerbe, Finanz- und Versicherungsdienstleister, Grundstücks- und Wohnungswesen). 4 – Relativ zum Jahresdurchschnitt 2008. 5 – Negative Werte bedeuten einen Anstieg der realen Bruttowertschöpfung.

Quellen für Grundzahlen: Europäische Kommission, Eurostat **Daten zur Abbildung**

schlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit (Borey und Quille, 2013; Europäische Kommission, 2014). Die Faktoren **nicht-preislicher Wettbewerbsfähigkeit** umfassen eine Vielzahl an Themenfeldern – wie zum Beispiel das Innovationspotenzial, die Qualität der Infrastruktur, Bürokratiehemmnisse und andere unternehmerische Rahmenbedingungen. Diese beeinflussen die Ressourcenallokation, die Attraktivität von Investitionen und damit das Wachstumspotenzial wesentlich. [↪ KASTEN 7](#)

Der Global Competitiveness Indicator (GCI) des World Economic Forum bewertet eine Vielzahl dieser Faktoren und weist jedem Land einen entsprechenden Rangplatz zu. Frankreichs nicht-preisliche Wettbewerbsfähigkeit erreicht darin insgesamt einen höheren Rangplatz als die Spaniens und Italiens. Seit dem Jahr 2011 haben sich die Platzierungen Frankreichs und Italiens jedoch verschlechtert. Spanien hingegen konnte seine Position gemessen am Gesamtindex im selben Zeitraum leicht verbessern. Dies ist innerhalb der spanischen Teilindikatoren insbesondere auf eine überproportionale Verbesserung der Rahmenbedingungen auf dem Arbeitsmarkt zurückzuführen und dürfte eine Folge der durchgeführten Reformen sein.

Deutschland hat sich gegenüber dem Jahr 2011 um einen Rangplatz verbessert, die zunächst zu beobachtende Verbesserung um zwei Rangplätze wurde jedoch seit dem vergangenen Jahr zum Teil aufgezehrt. Allerdings ist der GCI, wie die meisten Indikatoren der nicht-preislichen Wettbewerbsfähigkeit, mit methodischen Problemen behaftet (JG 2004 Kasten 28).

145. Analysen und Länderstudien der OECD und des IWF, in denen die Strukturformen der vergangenen Jahre detailliert untersucht wurden, deuten darauf hin, dass Spanien erhebliche Fortschritte bei der Verbesserung seiner nicht-preislichen Wettbewerbsfähigkeit erzielt hat (OECD, 2014b; IWF, 2014f). Hingegen scheinen die politischen Empfehlungen für Frankreich nur unzureichend berücksichtigt worden zu sein (OECD, 2014b).

Die Studien des IWF (2014) und der OECD (2014b) zeigen zudem, dass Italien zwar einige Reformvorschläge umgesetzt hat. Jedoch wird darauf verwiesen, dass noch **erheblicher Bedarf für weitere substanzielle Reformen** besteht. So greifen etwa die angekündigten Arbeitsmarktreformen in einigen Bereichen, wie der nationalen Koordination von Stellenvermittlungen, zu kurz (IWF, 2014g). Ähnliches gilt für Reformen der Justiz und der Fiskalpolitik. Die langwierigen Gerichtsverfahren stellen nach wie vor eine wesentliche Behinderung für das unternehmerische Umfeld Italiens dar (IWF, 2014g). Eine Senkung der Sozialversicherungsbeiträge dürfte zielführender sein als die vorgenommenen Einkommensteuersenkungen (IWF, 2014g).

146. Die wirtschaftlichen Probleme Frankreichs und Italiens, die sich unter anderem in den Wettbewerbsindikatoren widerspiegeln, stellen ein großes **Hemmnis für das Potenzialwachstum** dar. Hierbei sind die Probleme in Italien gravierender als in Frankreich. Die aktuelle Entwicklung der beiden Länder dürfte somit nicht nur eine vorübergehende konjunkturelle Schwäche darstellen. Es ist eher davon auszugehen, dass die Strukturen auf den Arbeitsmärkten, die sich in der nicht-preislichen Wettbewerbsfähigkeit niederschlagen, die effiziente Allo-

kation von Arbeitskräften in diesen Volkswirtschaften behindern. Dies hat gerade in den vergangenen Jahren zu hohen Arbeitslosenquoten geführt. Die verbesserte Wettbewerbsposition Spaniens hingegen dürfte positiv auf das Exportwachstum in den zurückliegenden Jahren gewirkt haben und wird die künftige Investitionsnachfrage stärken.

#### ▷ KASTEN 7

##### **Nicht-preisliche Wettbewerbsfähigkeit**

Die nicht-preisliche Wettbewerbsfähigkeit umfasst die **angebotsseitigen Rahmenbedingungen** einer Volkswirtschaft und beinhaltet etwa das regulatorische Umfeld von Unternehmen (beispielsweise Bürokratiendichte und Kündigungsschutz) und die Bedingungen für die Innovationsfähigkeit von Unternehmen (beispielsweise Bildungssystem und Forschungsausgaben). Hinsichtlich der Bedeutung der nicht-preislichen Wettbewerbsfähigkeit für die Entwicklungen der Mitgliedstaaten des Euro-Raums zeigen Estrada et al. (2013), dass die nicht-preislichen Faktoren einer Volkswirtschaft – gemessen am Global Competitiveness Index (GCI) – stark mit der Entwicklung der Leistungsbilanz und der Exportperformance zusammenhängen. Jedoch sind die meisten Indikatoren der nicht-preislichen Wettbewerbsfähigkeit wie der GCI mit methodischen Problemen behaftet (JG 2004 Kasten 28).

Eine Komponente der nicht-preislichen Wettbewerbsfähigkeit ist die **Innovationsfähigkeit** einer Volkswirtschaft. Innovative Unternehmen können Impulse für die Produktivität und Investitionstätigkeit einer Volkswirtschaft setzen und die Exportleistung insgesamt stärken. Frankreich, Italien und Spanien weisen geringe Ausgaben für Forschung und Entwicklung (F&E) im privaten Sektor auf. Im Jahr 2011 lagen in diesen Ländern die von der Industrie finanzierten F&E-Ausgaben deutlich unterhalb des OECD-Durchschnitts von 1,4 % des Bruttoinlandsprodukts. ▷ TABELLE 3

Die geringen F&E-Ausgaben können zum Teil durch die **Unternehmensstruktur** erklärt werden. Im Vergleich zu Deutschland haben Frankreich, Italien und Spanien deutlich mehr kleine Unternehmen. So liegt etwa der Anteil von Unternehmen mit weniger als zehn Mitarbeitern in Deutschland bei etwa 80 % während er in Frankreich, Italien und Spanien rund 95 % ausmacht. Dies könnte darauf hindeuten, dass es für Unternehmen in diesen Ländern schwieriger ist zu wachsen. Größere Unternehmen haben einen besseren Zugang zur Finanzierung und profitieren von Skaleneffekten sowie höheren Kapitalrenditen beispielsweise aus F&E (Ciriaci und Hervás, 2012). Empirisch ist daher zu beobachten, dass gerade größere Unternehmen verstärkt in F&E investieren. Diese Vorteile verschaffen größeren Unternehmen im Vergleich zu kleineren einen besseren Zugang zu Auslandsmärkten (Altomonte et al., 2012). Empirische Studien weisen daher auf einen starken Zusammenhang zwischen der Exportentwicklung und der **Unternehmensgröße** hin. Zudem lassen sich in Frankreich, Italien und Spanien die unterdurchschnittlichen privaten F&E-Ausgaben auf die geringe Bedeutung des Verarbeitenden Gewerbes zurückführen, in dem in der Regel sehr viele F&E-Ausgaben getätigt werden.

Ein weiterer nicht-preislicher Faktor ist das **regulatorische Umfeld für Unternehmen**. Es spielt für die effiziente Ressourcenallokation und die Investitionstätigkeit eine große Rolle und umfasst Komponenten wie die Effizienz des Staates, die Regulierung auf dem Arbeitsmarkt sowie die Abgabenbelastung der Unternehmen. Hinsichtlich der Effizienz des Staates schneiden Frankreich, Italien und Spanien im GCI schlecht ab und haben sich im Vergleich zum Jahr 2011 sogar noch verschlechtert. Insbesondere die Verschwendung von Staatsausgaben, eine hohe Regulierungsdichte und unzureichende politische Transparenz werden als kritisch angesehen.

Die **Arbeitsmärkte** in allen betrachteten Ländern sind stark reguliert (JG 2013 Ziffern 452 ff.). Dies zeigt sich etwa in den Einstellungs- und Entlassungsregelungen sowie im Zentralisierungsgrad der Lohnfindung. Zwar konnten Deutschland und Spanien im Ranking seit dem Jahr 2011 aufsteigen, jedoch weisen sie nach wie vor schlechte Platzierungen auf. Während sich die verbesserte Position

Spaniens vor allem auf Strukturreformen zurückführen lässt, scheint die Verbesserung Deutschlands im GCI durch die momentan gute Entwicklung des Arbeitsmarkts verzerrt zu sein. Am institutionellen Umfeld, etwa dem Kündigungsschutz, hat sich in Deutschland seit Mitte des vergangenen Jahrzehnts wenig getan (JG 2013 Ziffern 447 ff.).

Die **Abgabenlast** für Unternehmen ist in Italien, Frankreich und Spanien sehr hoch. Sie reduziert die Gewinnmargen und hemmt somit die Investitions- und Einstellungsbereitschaft der Unternehmen. Im GCI nehmen Frankreich, Italien und Spanien in der Kategorie „Gewinnbesteuerung der Unternehmen“ und „Auswirkungen des Steuersystems auf die Investitionsanreize“ hintere Ränge ein. [TABELLE 3](#)

[TABELLE 3](#)

**Ausgewählte Indikatoren zur nicht-preislichen Wettbewerbsfähigkeit**

	Deutschland		Frankreich		Spanien		Italien	
	2014	2011	2014	2011	2014	2011	2014	2011
<b>I. Global Competitiveness Index (Rangplatz)<sup>1</sup></b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>23</b>	<b>18</b>	<b>35</b>	<b>36</b>	<b>49</b>	<b>43</b>
<b>Institutionen</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>32</b>	<b>28</b>	<b>73</b>	<b>49</b>	<b>106</b>	<b>88</b>
<b>Effizienz des Staates</b>	<b>16</b>	<b>32</b>	<b>65</b>	<b>37</b>	<b>105</b>	<b>82</b>	<b>143</b>	<b>137</b>
Verschwendung von Staatsausgaben	20	40	72	56	113	108	139	114
Regulierungsdichte des Staates	55	88	121	116	123	110	142	140
<b>Infrastruktur</b>	<b>7</b>	<b>2</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>26</b>	<b>32</b>
<b>Hochschul- und Berufsbildung</b>	<b>16</b>	<b>7</b>	<b>28</b>	<b>20</b>	<b>29</b>	<b>32</b>	<b>47</b>	<b>41</b>
<b>Effizienz des Gütermarkts</b>	<b>19</b>	<b>26</b>	<b>46</b>	<b>38</b>	<b>75</b>	<b>66</b>	<b>73</b>	<b>59</b>
Auswirkungen des Steuersystems auf Investitionsanreize	36	-	135	-	130	-	143	-
Gesamtsteuerbelastung in % der Gewinne	110	100	132	128	127	119	134	132
<b>Effizienz des Arbeitsmarkts</b>	<b>35</b>	<b>64</b>	<b>61</b>	<b>68</b>	<b>100</b>	<b>119</b>	<b>136</b>	<b>123</b>
Einstellungs- und Entlassungsregelungen	109	132	134	136	116	137	141	126
Zentralisierungsgrad von Lohnfindungsprozessen	136	136	87	57	117	128	138	134
<b>Effizienter Einsatz von Talenten</b>	<b>13</b>	<b>17</b>	<b>40</b>	<b>27</b>	<b>82</b>	<b>74</b>	<b>130</b>	<b>116</b>
<b>Innovationen</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>19</b>	<b>17</b>	<b>37</b>	<b>39</b>	<b>35</b>	<b>43</b>
	Deutschland	Frankreich	Spanien	Italien				
<b>II. Weitere Kennzahlen (abweichende Jahresvergleiche)</b>								
F&E-Ausgaben in % des nominalen BIP <sup>2</sup>	2,9	2,2	2,3	2,3	1,3	0,8	1,3	1,0
industriefinanzierte F&E-Ausgaben <sup>3</sup> in % des nominalen BIP	1,9	1,3	1,2	1,1	0,6	0,3	0,6	0,4
Kündigungsschutz, unbefristet (OECD) <sup>4</sup>	40	37	36	33	19	28	35	38
Kündigungsschutz, befristet (OECD) <sup>4</sup>	15	14	38	37	35	36	31	31
Sozialversicherungsbeiträge <sup>5</sup> in % der Arbeitnehmerentgelte	18		27		23		27	
Steuern und Abgaben <sup>6</sup> in % der Arbeitskosten	49		49		41		48	

1 – Global Competitiveness Index (GCI): Rang von ausgewählten Indikatoren des GCI zur wahrgenommenen wirtschaftlichen Wettbewerbsfähigkeit im internationalen Vergleich (144 Länder im Jahr 2014 und 142 im Jahr 2011). 2 – Werte beziehen sich auf 2012 und 1994. 3 – Werte beziehen sich auf 2011 und 1994; Quelle: Weltbank. 4 – Unbefristet: Schutz vor persönlicher Kündigung und Massenentlassungen bei unbefristet Beschäftigten; befristet: Schutz bei befristet Beschäftigten; jeweils gemessen am EPRC-Index der OECD. Rangplätze beziehen sich auf die Jahre 2013 und 2010 für insgesamt 41 Länder. 5 – Arbeitgeberanteil, Werte für 2013. 6 – Werte für 2013. Alleinstehende ohne Kinder mit durchschnittlichem Arbeitseinkommen.

Quellen: EU, OECD, Weltbank, World Economic Forum

SVR-14-345

**Daten zur Tabelle**

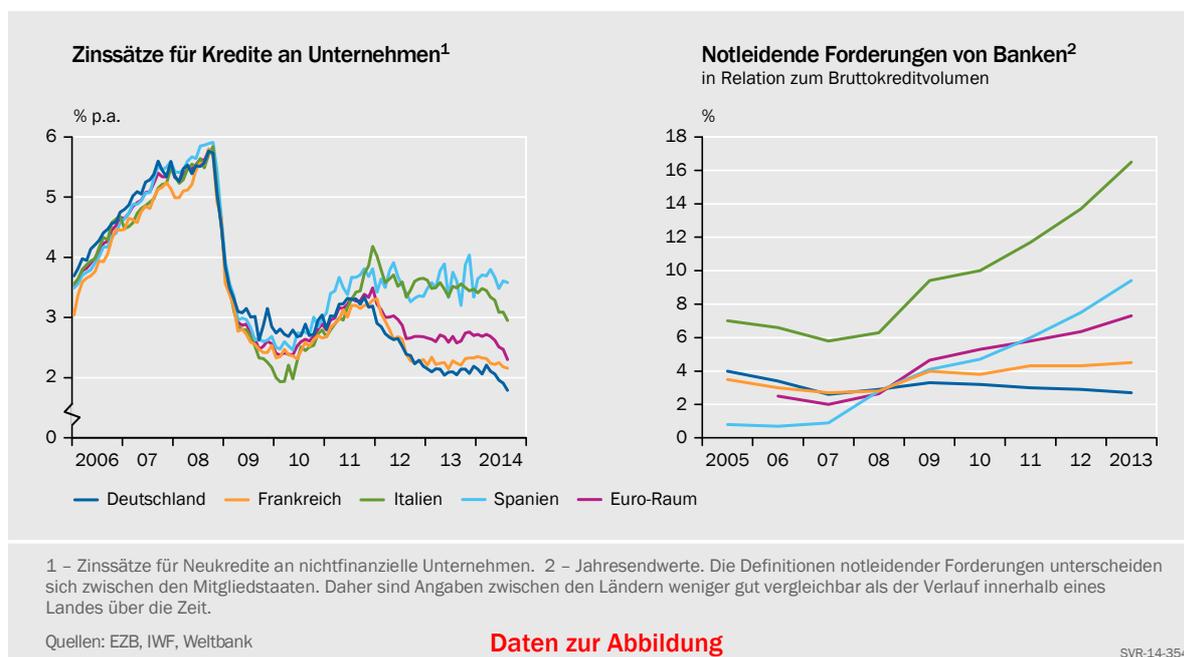
## Finanzierungsbedingungen

147. Die Maßnahmen der EZB in den vergangenen Monaten haben zu **günstigeren Finanzierungsbedingungen** im Euro-Raum beigetragen. Die Durchführung unkonventioneller Maßnahmen und die Senkung des Leitzinses von 0,5 % Anfang November 2013 auf momentan 0,05 % haben den durchschnittlichen Zinssatz für Neukredite an Unternehmen im Euro-Raum um gut einen halben Prozentpunkt gesenkt. [↪ ABBILDUNG 21 LINKS](#) Zudem haben die geringeren Refinanzierungskosten die Bankbilanzen entlastet und die Bereitschaft zur Kreditvergabe erhöht (EZB, 2014c).
148. Die Höhe der Kreditzinsen variiert jedoch weiterhin stark zwischen den Mitgliedstaaten. So sind die Finanzierungsbedingungen in Deutschland und Frankreich günstiger als in Spanien und Italien. Neben nachfrageseitigen Faktoren ist davon auszugehen, dass zusätzlich angebotsseitige Bedingungen in einigen Mitgliedstaaten die Bankkreditvergabe beeinflussen (JG 2013 Ziffern 368 ff.). Insbesondere in Italien ist zu beobachten, dass der kontinuierliche Anstieg an notleidenden Forderungen die Bilanzen der Banken belastet. [↪ ABBILDUNG 21 RECHTS](#) Im Einklang damit schnitt Italien in der **umfassenden Bankenprüfung** relativ schlecht ab. [↪ ZIFFER 312](#)

Aufgrund der weiterhin vorherrschenden **Segmentierung** der europäischen Finanzmärkte hat die Schwäche der Banken negative Rückkopplungen auf die Realwirtschaft, da ein Großteil der Unternehmen auf die Kreditvergabe der inländischen Finanzinstitute angewiesen ist (EZB, 2013, 2014d). So zeigt der Internationale Währungsfonds (2013) mit Hilfe eines Vektorautoregressionsmodells, dass die angebotsseitigen Kreditbeschränkungen in Italien in den vergangenen Jahren deutlich zugenommen haben und hiervon dämpfende Effekte auf das Wirtschaftswachstum ausgegangen sind. Durch eine Rekapitalisierung der

### ↪ ABBILDUNG 21

#### Finanzierungsbedingungen im Euro-Raum



italienischen Banken infolge der Bankenprüfung könnte es zu einer Lockerung dieser angebotsseitigen Beschränkungen kommen.

### 3. Keine Erholung in Sicht

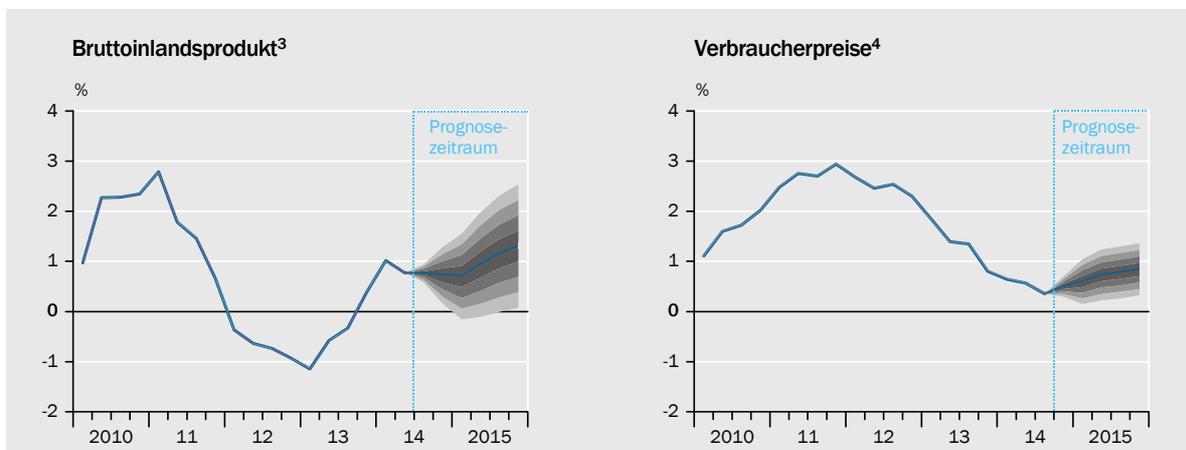
149. Die Wirtschaftsleistung des gesamten Euro-Raums wird in der zweiten Jahreshälfte 2014 voraussichtlich nur **schwach expandieren**. Darauf deuten Stimmungskennindikatoren hin. [↪ ABBILDUNG 16, SEITE 71](#) Insbesondere in den drei großen Volkswirtschaften Deutschland, Frankreich und Italien dürfte die Produktion kaum mehr als stagnieren, während in den ehemaligen Programmländern, aber selbst in Griechenland, die Produktion zunehmen wird. Für das kommende Jahr ist zu erwarten, dass sich die **heterogene Entwicklung der einzelnen Mitgliedstaaten** des Währungsraums fortsetzt. Momentan deutet nichts darauf hin, dass die Konjunkturerholung in Frankreich und Italien an Fahrt aufnehmen wird. Im Gegensatz hierzu ist davon auszugehen, dass sich die positive Entwicklung in den ehemaligen Programmländern fortsetzt. [↪ TABELLE 4](#) In Deutschland wird die Wirtschaftsleistung vermutlich stärker expandieren als in Italien und Frankreich, aber schwächer als in den ehemaligen Programmländern. [↪ ZIFFERN 161 FF.](#)

150. Die zukünftige Wirtschaftsentwicklung **Frankreichs**, aber insbesondere **Italiens**, wird stark durch die mangelnde Wettbewerbsfähigkeit beeinträchtigt. Angesichts der eher verhaltenen Weltkonjunktur ist nicht mit substanziellen Impulsen vom Außenhandel zu rechnen. Zudem erschweren das schwierige Geschäftsumfeld und das schwache Bankensystem in Italien die Investitionstätigkeit. Ferner wird der private Verbrauch durch hohe Schuldenstände und die Arbeitslosigkeit belastet. Eine Zunahme der Beschäftigung ist aufgrund der schlechten Geschäftserwartungen und der rigiden Arbeitsmärkte nicht in Sicht.

Stützend dürften für Frankreich weiterhin die günstigen Finanzierungsbedingungen wirken, da die EZB den eingeschlagenen Weg der expansiven Geldpolitik

[↪ ABBILDUNG 22](#)

#### Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise im Euro-Raum<sup>1,2</sup>



1 – Veränderung zum Vorjahr, Gebietsstand 1. Januar 2014. 2 – Unsicherheitsmargen berechnet auf Grundlage des mittleren absoluten Prognosefehlers. Die Breite des symmetrisch um den wahrscheinlichsten Wert verteilten Bandes entspricht dem doppelten mittleren absoluten Prognosefehler. 3 – Reale Werte, kalender- und saisonbereinigt. 4 – Harmonisierter Verbraucherpreisindex.

Quelle: Eurostat und eigene Berechnungen

beibehalten wird. Die Abwertung des Euro im Jahresverlauf könnte die Exportnachfrage ebenfalls erhöhen.

151. Für die **ehemaligen Programmländer** wird erwartet, dass die sinkenden Arbeitslosenzahlen zu einer weiteren Expansion des privaten Konsums führen. Zudem dürften die verbesserten Geschäftserwartungen die Investitionstätigkeit erhöhen. Im Euro-Raum insgesamt wird das Wachstum verhalten bleiben, da die Expansion der Wirtschaftsleistung in den großen Mitgliedstaaten schwach ausfällt. Das Bruttoinlandsprodukt im Euro-Raum wird daher in den Jahren 2014 und 2015 um 0,8 % beziehungsweise um 1,0 % ansteigen. [↘ ABBILDUNG 22](#)
152. Die **Inflation** im Euro-Raum wird im Prognosezeitraum weiterhin gering bleiben. So bleiben die Produktionskapazitäten stark unterausgelastet. Es ist jedoch nicht mit einer Deflation zu rechnen, da sich die kurzfristigen Inflationserwartungen noch deutlich im positiven Bereich befinden. [↘ ZIFFER 261](#) Die Löhne und die Kerninflation werden daher voraussichtlich schwach zunehmen. Zudem ist davon auszugehen, dass die zuletzt beobachtete Abwertung des Euro zu einem Anstieg der Inflationsraten im kommenden Jahr beiträgt. Der Sachverständigenrat erwartet einen Anstieg der Verbraucherpreise im Jahr 2014 von 0,5 % und im folgenden Jahr von 0,7 %.

[↘ TABELLE 4](#)

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote im Euro-Raum

Land/Ländergruppe	Gewicht in % <sup>1</sup>	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise <sup>2</sup>			Arbeitslosenquote <sup>3</sup>		
		Veränderung zum Vorjahr in %						%		
		2013	2014 <sup>4</sup>	2015 <sup>4</sup>	2013	2014 <sup>4</sup>	2015 <sup>4</sup>	2013	2014 <sup>4</sup>	2015 <sup>4</sup>
<b>Euro-Raum<sup>5</sup></b>	<b>100</b>	- 0,5	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>11,9</b>	<b>11,6</b>	<b>11,2</b>
darunter:										
Deutschland	27,7	0,1	1,2	1,0	1,6	1,0	1,3	5,3	5,0	5,1
Frankreich	21,7	0,3	0,3	0,4	1,0	0,7	0,5	10,3	10,4	10,6
Italien	16,3	- 1,9	- 0,3	0,1	1,3	0,1	0,1	12,2	12,5	12,7
Spanien	10,7	- 1,2	1,3	2,0	1,5	- 0,1	0,4	26,1	24,6	23,0
Niederlande	6,7	- 0,7	0,9	1,4	2,6	0,5	1,0	6,7	6,8	6,2
Belgien	3,9	0,3	1,1	1,4	1,2	0,6	0,7	8,4	8,5	8,4
Österreich	3,2	0,2	1,0	1,3	2,1	1,5	1,6	4,9	4,9	4,7
Finnland	2,1	- 1,2	- 0,2	0,7	2,2	1,3	1,2	8,2	8,6	8,8
Griechenland	2,0	- 3,3	0,1	1,9	- 0,9	- 0,9	- 0,1	27,5	26,6	24,6
Irland	1,8	0,2	5,2	2,4	0,5	0,4	0,9	13,1	11,6	10,6
Portugal	1,7	- 1,4	1,0	1,6	0,4	- 0,2	0,3	16,4	14,2	12,8
nachrichtlich:										
<b>Euro-Raum ohne Deutschland</b>	<b>72,3</b>	<b>- 0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>1,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>14,4</b>	<b>14,0</b>	<b>13,5</b>

1 – Anteil des nominalen Bruttoinlandsprodukts des Jahres 2012 in US-Dollar am nominalen Bruttoinlandsprodukt des Euro-Raums. 2 – Harmonisierter Verbraucherpreisindex. 3 – Standardisiert. Für den gesamten Euro-Raum und den Euro-Raum ohne Deutschland gewichtet mit der Anzahl der Erwerbspersonen des Jahres 2013. 4 – Prognose des Sachverständigenrates. 5 – Gewichteter Durchschnitt der 18 Mitgliedstaaten des Euro-Raums.

Quellen: Eurostat, IWF World Economic Outlook

**Daten zur Tabelle**

SVR-14-408

# LITERATUR ZUM KAPITEL

- Altomonte, C., T. Aquilante und G. Ottaviano (2012),** *The triggers of competitiveness: The EFIGE cross-country report*, Bruegel Blueprint 17, Brüssel.
- Anand, R., K.C. Cheng, S. Rehman und P. Zhang (2014),** *Potential growth in emerging Asia*, IMF Working Paper 14/2, Internationaler Währungsfonds.
- Bank of England (2014),** *Financial stability report – June 2014*, Issue No. 35, London.
- Bernanke, B.S. (2013),** *The economic outlook*, Anhörung vor dem Senat der Vereinigten Staaten, Washington, DC, 22. Mai 2013.
- Bloom, N. (2014),** Fluctuations in uncertainty, *Journal of Economic Perspectives* 28, 153-76.
- Borey, G. und B. Quille (2013),** How to explain the recent shift in balance-of-trade trends in Europe?, *Conjuncture in France* June, 19-40.
- Born, B., S. Breuer und S. Elstner (2014),** *Uncertainty and the Great Recession*, Working Paper 04/2014, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden.
- Carney, M. (2014a),** *Speech given by the Governor of the Bank of England*, Rede, Lord Mayor's Banquet for Bankers and Merchants of the City of London at the Mansion House, London, 12. Juni 2014.
- Carney, M. (2014b),** *Assessment of help to buy: Mortgage guarantee*, Brief an Chancellor of the Exchequer George Osborne, London, 2. Oktober.
- CBO (2014),** *An update to the budget and economic outlook: 2014 to 2024*, Congressional Budget Office, Washington, DC.
- Ciriaci, D. und F. Hervás (2012),** *Bridging ideas with markets: The impact of training, marketing and design on innovation*, JRC Scientific and Policy Reports, Europäische Kommission – Joint Research Centre, Brüssel.
- Cogan, J.F., J.B. Taylor, V. Wieland und M.H. Wolters (2013),** Fiscal consolidation strategy, *Journal of Economic Dynamics and Control* 37, 404-421.
- Deutsche Bundesbank (2014),** Zu den möglichen realwirtschaftlichen Effekten eines Abschwungs am chinesischen Wohnimmobilienmarkt, *Monatsbericht* August 2014, 18-20.
- Deutsche Bundesbank (2013),** Zum empirischen Zusammenhang zwischen Welthandel und globaler Wirtschaftsleistung, *Monatsbericht* November 2013, 14-18.
- Estrada, Á., J. Galí und D. López-Salido (2013),** Patterns of convergence and divergence in the Euro Area, *IMF Economic Review* 61, 601-630.
- Europäische Kommission (2014),** *Macroeconomic imbalances – France 2014*, European Economy – Occasional Papers 178, Europäische Kommission, Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen, Brüssel.
- Europäische Kommission (2012),** *Macroeconomic imbalances – Italy*, European Economy – Occasional Papers 107, Europäische Kommission, Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen, Brüssel.
- EZB (2014a),** Die Elastizität des Welthandels – Was hat sich verändert?, *Monatsbericht* Juli 2014, 10-14, Europäische Zentralbank.
- EZB (2014b),** Entwicklung der öffentlichen Finanzen, *Monatsbericht* September 2014, 91-103, Europäische Zentralbank.
- EZB (2014c),** *The Euro Area bank lending survey – 2nd quarter of 2014*, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- EZB (2014d),** *Financial integration in Europe – April 2014*, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- EZB (2013),** *Financial integration in Europe – April 2013*, Europäische Zentralbank, Frankfurt am Main.
- FOMC (2014),** *Projection materials – September 2014*, Federal Open Market Committee, Washington, DC.
- IfW (2014),** *Weltkonjunktur im Herbst 2014*, Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- IWF (2014a),** *Global financial stability report April 2014 – Moving from liquidity- to growth-driven markets*, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.

- IWF (2014b), *Russian Federation: Concluding statement for the September 2014 staff visit*, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC, 1. Oktober.
- IWF (2014c), *People's Republic of China: 2014 Article IV consultation*, IMF Country Report No. 14/235, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- IWF (2014d), *United Kingdom: 2014 Article IV consultation*, IMF Country Report No. 14/233, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- IWF (2014e), *France: Article IV consultation*, IMF Country Report No. 14/182, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- IWF (2014f), *Spain: Article IV consultation*, IMF Country Report No. 14/192, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- IWF (2014g), *Italy: Article IV consultation*, IMF Country Report No. 14/283, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- IWF (2013), *Italy: Article IV consultation*, IMF Country Report No. 13/298, Internationaler Währungsfonds, Washington, DC.
- OECD (2014a), *OECD economic outlook – May 2014*, Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris.
- OECD (2014b), *Economic policy reform 2014: Going for growth – Interim report*, Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris.
- Siebert, H. (2007), China: Coming to grips with the new global player, *World Economy* 30, 893-922.
- Wolters, M. (2013), *Möglichkeiten und Grenzen von makroökonomischen Modellen zur (ex ante) Evaluierung wirtschaftspolitischer Maßnahmen*, Arbeitspapier 05/2013, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden.
- Yellen, J. (2014), *Transcript of chair Yellen's press conference*, Washington, DC, 19. März.
- Zwick, L. (2013), Verlangsamte Expansion des Welthandels? – Empirische Evidenz und mögliche Ursachen, *RWI Konjunkturbericht* 64/4, 23-30.