
AKTUALISIERTE KONJUNKTURPROGNOSE FÜR DAS JAHR 2015

26. März 2015

KONJUNKTURUPDATE – MÄRZ 2015

Der Sachverständigenrat erwartet für das Jahr 2015 eine jahresdurchschnittliche Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts in Deutschland von 1,8 %, nachdem im Jahresgutachten 2014/15 lediglich von einem Zuwachs von 1,0 % ausgegangen wurde. Die Anhebung um 0,8 Prozentpunkte im Vergleich zur Prognose im Jahresgutachten 2014/15 ist auf drei Gründe zurückzuführen: Erstens stellte sich aufgrund von Datenrevisionen durch das Statistische Bundesamt das konjunkturelle Bild der ersten Jahreshälfte 2014 etwas besser dar als noch zum Zeitpunkt der Prognose im Oktober. Zweitens haben sich die Konjunkturindikatoren zum Jahresende deutlich aufgeheitert, sodass die Wirtschaftsleistung im vierten Quartal 2014 kräftig stieg, während im Jahresgutachten aufgrund der vorlaufenden Indikatoren noch von einer Stagnation ausgegangen worden war. Diese beiden Faktoren führen dazu, dass der statistische Überhang um 0,5 Prozentpunkte höher ausfällt als zunächst prognostiziert. Drittens haben sich die konjunkturellen Rahmenbedingungen erheblich verbessert. So ist der Ölpreis deutlich gefallen. Zudem wirkt die Abwertung des Euro stimulierend.

Insgesamt stellt sich der konjunkturelle Ausblick für dieses Jahr deutlich besser dar als im November des vergangenen Jahres. Die Risiken sind nach wie vor hoch, die mittelfristigen Risiken insbesondere für die Finanzstabilität sind infolge der ausgesprochen lockeren Geldpolitik der EZB gestiegen.

I. INTERNATIONALE KONJUNKTUR

1. Das Expansionstempo der **Weltwirtschaft** ist in der zweiten Jahreshälfte 2014 leicht gestiegen. Diese Entwicklung steht im Einklang mit der Prognose des Jahresgutachtens 2014/15 und geht vor allem auf die Wachstumsbeiträge der Industrieländer zurück. Gleichzeitig haben sich aber die Inflationsraten in den meisten Ländern überraschend kräftig zurückgebildet. Hierfür war vornehmlich die unerwartete Fortsetzung des Ölpreisverfalls verantwortlich. Im Jahr 2015 ist vor dem Hintergrund der jüngsten Entwicklungen mit wesentlich niedrigeren Inflationsraten zu rechnen als noch im Jahresgutachten 2014/15 prognostiziert. Der Sachverständigenrat sieht jedoch aufgrund weitgehend stabiler Kerninflationsraten keine Anzeichen für eine destabilisierende Deflationsspirale.
2. Innerhalb der großen **Industrieländer** setzte sich die konjunkturelle Zweiteilung mit den Vereinigten Staaten sowie dem Vereinigten Königreich einerseits und dem Euro-Raum andererseits fort. [TABELLE 1](#) Zwar stieg die Wirtschaftsaktivität im Euro-Raum etwas kräftiger als prognostiziert. Jedoch sind die strukturellen Probleme in einigen Mitgliedstaaten noch lange nicht überwunden. So blieben die Zuwachsraten erwartungsgemäß deutlich hinter den hohen Wachstumsraten der Vereinigten Staaten sowie des Vereinigten Königreichs zurück. In diesen Ländern ist wegen der fortgeschrittenen Erholung ab dem Sommer des vergangenen Jahres ein Ausstieg aus der Niedrigzinsphase zu erwarten. Unerwartet schlecht verlief hingegen die wirtschaftliche Entwicklung in Japan. Der Aufschwung erwies sich dort als nicht selbsttragend. So konnte die

japanische Wirtschaft nach der Mehrwertsteuererhöhung des Frühjahrs 2014 erst im Schlussquartal des Jahres 2014 zu positiven Wachstumsraten zurückkehren.

▾ TABELLE 1

Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise ausgewählter Länder

Land/Ländergruppe	Gewicht in % ¹	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
		Veränderung zum Vorjahr in %							
		2013	2014	2015 ²		2013	2014	2015 ²	
				Aktuali- sierung	JG 2014/15			Aktuali- sierung	JG 2014/15
Europa	32,0	0,3	1,2	1,2	(1,4)	2,0	1,3	1,7	(1,5)
Euro-Raum	20,0	- 0,4	0,9	1,3	(1,0)	1,3	0,4	- 0,1	(0,7)
Vereinigtes Königreich	3,9	1,7	2,6	2,5	(2,6)	2,6	1,5	0,6	(1,9)
Russland	3,2	1,3	0,3	- 2,5	(0,5)	6,8	7,8	16,5	(6,5)
Mittel- und Osteuropa ³	1,8	1,3	2,8	2,7	(2,8)	1,5	0,3	- 0,1	(1,3)
andere Länder ⁴	3,2	1,1	1,9	2,4	(2,0)	0,7	0,6	0,4	(1,1)
Amerika	36,4	2,3	2,1	2,7	(2,8)	2,8	3,4	1,7	(3,6)
Vereinigte Staaten	25,9	2,2	2,4	3,1	(3,1)	1,5	1,6	- 0,1	(1,9)
Lateinamerika ⁵	4,2	2,5	1,4	2,0	(2,4)	9,0	12,5	9,2	(12,5)
Brasilien	3,5	2,5	0,1	0,6	(1,5)	6,2	6,3	7,0	(6,0)
Kanada	2,8	2,0	2,5	2,7	(2,4)	0,9	2,0	0,7	(2,0)
Asien	31,6	5,4	4,9	4,9	(4,6)	2,9	2,8	2,1	(2,7)
China	14,6	7,7	7,4	6,8	(7,0)	2,6	2,0	2,2	(2,2)
Japan	7,6	1,6	0,0	0,8	(0,9)	0,3	2,8	1,1	(1,7)
asiatische Industrieländer ⁶	3,6	3,0	3,3	3,2	(3,6)	1,7	1,6	0,5	(2,4)
Indien	2,9	6,4	7,2	7,5	(6,3)	10,9	6,4	5,0	(7,0)
südostasiatische Schwellenländer ⁷	2,8	5,2	4,5	5,4	(5,9)	4,3	4,6	3,8	(4,2)
Insgesamt	100	2,6	2,7	2,9	(2,9)	2,5	2,5	1,8	(2,6)
Industrieländer ⁸	68,7	1,3	1,7	2,2	(2,1)	1,3	1,3	0,1	(1,5)
Schwellenländer ⁹	31,3	5,5	4,8	4,4	(4,8)	5,3	5,2	5,6	(5,3)
nachrichtlich:									
exportgewichtet ¹⁰	100	1,3	1,8	1,9	(2,0)	.	.	.	.
nach dem Messkon- zept des IWF ¹¹	100	3,3	3,3	3,5	(3,7)	.	.	.	.
Welthandel ¹²		2,9	3,2	4,0	(4,0)	.	.	.	.

1 – Anteil am nominalen Bruttoinlandsprodukt des Jahres 2013 in US-Dollar aller aufgeführten Länder beziehungsweise Ländergruppen an dem nominalen Bruttoinlandsprodukt insgesamt. 2 – Prognose des Sachverständigenrates. 3 – Bulgarien, Kroatien, 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 2013. 11 – Gewichte nach Kaufkraftparitäten und hochgerechnet auf den Länderkreis des IWF (World Economic Outlook, Oktober 2014). 12 – Nach dem Messkonzept der OECD.

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

SVR-15-059

3. Die **Schwellenländer** befinden sich weiterhin im konjunkturellen Abschwung. Im Vergleich zur Prognose des Jahresgutachten 2014/15 hat sich die wirtschaftliche Lage in Lateinamerika und Russland sogar weiter eingetrübt. Insbesondere in Russland ha-

ben sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen infolge der Zuspitzung des Konflikts in der Ostukraine massiv verschlechtert. Die Kapitalabflüsse haben sich im Schlussquartal des Jahres 2014 nochmals verstärkt. Über das Gesamtjahr 2014 betragen sie nun 150 Mrd US-Dollar. Die damit verbundene massive Abwertung des russischen Rubels hat die Inflation zu Jahresbeginn 2015 auf über 16 % ansteigen lassen. Als Reaktion darauf hat die russische Zentralbank ihre Leitzinsen auf zuletzt 14 % angehoben und hiermit versucht, die Kapitalflucht einzudämmen und den Anstieg der Inflationsrate zu stoppen. All dies dürfte mit kräftigen Rückschlägen bei den Investitionen und dem Konsum verbunden gewesen sein und bis in das Jahr 2015 hinein Auswirkungen zeigen. Die jüngsten Entwicklungen geben daher Anlass zu einer deutlichen Prognosekorrektur des Sachverständigenrates. Die Wachstumsprognose für Russland für das Jahr 2015 wird von 0,5 % auf -2,5 % revidiert.

4. Die **Wirtschaft des Euro-Raums** hat in der zweiten Jahreshälfte 2014 leichte Fortschritte gemacht. Das Bruttoinlandsprodukt wuchs moderat und konnte etwas kräftiger zulegen als im Jahresgutachten 2014/15 erwartet. [TABELLE 2](#) Vor dem Hintergrund einer sehr niedrigen Potenzialwachstumsrate von etwa 0,6 % im Jahr 2014 (EU-Kommission) kann die aktuelle Entwicklung als eine schwache konjunkturelle Erholung angesehen werden. Diese ist jedoch vornehmlich auf zwei Sondereffekte zurückzuführen. Zum einen ist der Ölpreis seit Ende November 2014 weiter um 19,7 % gefallen. Infolgedessen hat sich die Kaufkraft der Konsumenten und damit die inländische Nachfrage erhöht. Zum anderen hat der Euro (handelsgewichtet), der zwischen März und November 2014 um 4,9 % an Wert verloren hatte, seit Mitte Dezember 2014 um weitere 8,1 % nachgegeben.

Die Abwertung des Euro steht in einem engen Zusammenhang mit der **Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB)**. Nachdem die EZB bereits im Herbst 2014 erhebliche geldpolitische Lockerungsmaßnahmen umgesetzt hatte, beschloss sie im Januar 2015 zusätzlich umfangreiche Staatsanleihekäufe. Sie plant, von März 2015 bis September 2016 monatlich 60 Mrd Euro vorwiegend öffentliche Anleihen mit dem Ziel aufzukaufen, die Notenbankbilanz um mehr als eine Billion Euro auszuweiten. Die EZB reagierte damit sowohl auf die rückläufige Verbraucherpreisinflation als auch auf die schwache Wirtschaftsentwicklung.

Die Anleihekäufe der EZB können das Wirtschaftswachstum und die Inflation im Euro-Raum über mehrere Transmissionskanäle beeinflussen. Indem sie die mittel- bis längerfristigen Zinsen senken, können sie die Binnennachfrage stimulieren. Über höhere Vermögenspreise kann es zu einer Erhöhung des privaten Verbrauchs kommen. Nicht zuletzt kann es über den Wechselkurskanal zu einer Erhöhung des Außenbeitrags kommen. Vermutlich können die Zinsrückgänge und die Abwertung seit Ende Dezember 2014 auf die Antizipation der sich damals bereits recht deutlich abzeichnenden Entscheidung der EZB zurückgeführt werden.

5. Die Konjunkturprognose berücksichtigt die Effekte der quantitativen Lockerung, soweit diese sich bereits in der Zins-, Wechselkurs- und Vermögenspreisentwicklung niedergeschlagen haben. Zudem kann es bei konstanten Zinsen nahe Null zu einer Wirkung über Realkassen- und Portfolioeffekte kommen. Empirisch können diese Effekte nur sehr ungenau abgeschätzt werden. Zum Beispiel liegen verfügbare Schätzwerte für die Wirkung auf das Bruttoinlandsprodukt bei Anleihekäufen im Umfang

von einem Prozent des Bruttoinlandsprodukts zwischen 0,05 % und 0,6 % (Gambacorta et al., 2014; Boeckx et al., 2014; Weale und Wieladek, 2015). In jedem Fall ist der expansive Effekt der Geldpolitik nur temporär und bildet sich im weiteren Zeitverlauf wieder zurück. Die quantitative Lockerung ersetzt somit keine Strukturreformen und ist zudem mit erheblichen Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung verbunden, insbesondere aufgrund verminderter Anreize für Reformen und aufgrund von Risiken für die Finanzstabilität (JG 2014 Ziffer 290).

▾ TABELLE 2

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote im Euro-Raum

Land/ Ländergruppe	Gewicht in % ¹	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise ²			Arbeitslosenquote ³		
		Veränderung zum Vorjahr in %						%		
		2014	2015 ⁴		2014	2015 ⁴		2014	2015 ⁴	
			Aktuali- sierung	JG 2014/15		Aktuali- sierung	JG 2014/15		Aktuali- sierung	JG 2014/15
Euro-Raum⁵	100	0,9	1,3	(1,0)	0,4	- 0,1	(0,7)	11,6	11,1	(11,2)
darunter:										
Deutschland	28,1	1,6	1,8	(1,0)	0,8	0,2	(1,3)	5,0	4,7	(5,1)
Frankreich	21,7	0,4	0,8	(0,4)	0,6	- 0,1	(0,5)	10,2	10,2	(10,6)
Italien	16,0	- 0,4	0,3	(0,1)	0,2	- 0,1	(0,1)	12,7	13,0	(12,7)
Spanien	10,5	1,4	2,6	(2,0)	- 0,2	- 0,7	(0,4)	24,5	22,2	(23,0)
Niederlande	6,6	0,8	1,4	(1,4)	0,3	- 0,2	(1,0)	7,4	6,8	(6,2)
Belgien	3,9	1,0	1,2	(1,4)	0,5	- 0,1	(0,7)	8,5	8,4	(8,4)
Österreich	3,2	0,3	0,5	(1,3)	1,5	0,4	(1,6)	5,0	5,0	(4,7)
Finnland	2,1	- 0,1	0,7	(0,7)	1,2	0,3	(1,2)	8,7	9,1	(8,8)
Griechenland	1,9	0,8	- 0,2	(1,9)	- 1,4	- 1,6	(- 0,1)	26,5	25,9	(24,6)
Irland	1,8	4,8	3,3	(2,4)	0,3	0,1	(0,9)	11,3	9,1	(10,6)
Portugal	1,7	0,9	1,6	(1,6)	- 0,2	0,1	(0,3)	14,1	12,5	(12,8)
nachrichtlich:										
Euro-Raum ohne Deutschland	71,9	0,6	1,1	(0,9)	0,3	- 0,2	(0,5)	14,0	13,3	(13,5)

1 – Anteil des nominalen Bruttoinlandsprodukts des Jahres 2013 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 19 Mitgliedstaaten des Euro-Raums.

Quellen: Eurostat, IWF World Economic Outlook

SVR-15-060

6. Im Euro-Raum ist die **Inflation der Verbraucherpreise** seit Dezember 2014 negativ. Der Sachverständigenrat geht davon aus, dass sich dies in den kommenden Monaten nicht ändern wird. Hauptverantwortlich ist hierfür der stark gesunkene Ölpreis. Gleichwohl befindet sich die Kerninflation weiter im positiven Bereich, sodass nicht von einem deflationären Umfeld gesprochen werden kann. Erst ab der Jahresmitte ist mit einer Rückkehr zu positiven Inflationsraten zu rechnen. Dies liegt zum einen daran, dass sich die negativen Effekte seitens des Ölpreises langsam abschwächen. Zudem dürfte sich die deutliche Euro-Abwertung immer stärker auf die Verbraucherpreise auswirken.
7. Vor dem Hintergrund der geänderten Rahmenbedingungen deuten die Frühindikatoren für das Jahr 2015 auf eine langsame Erholung der Wirtschaft im Euro-Raum hin.

Der Sachverständigenrat erhöht daher seine Prognose für die **Zuwachsrates des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2015** von 1,0 % auf 1,3 %. Ferner ist zu erwarten, dass die Verbraucherpreise im Jahr 2015 um 0,1 % fallen. Trotz der Aufwärtsrevision der Wachstumsprognose bleibt der Erholungsprozess im Euro-Raum deutlich hinter der Entwicklung in den Vereinigten Staaten und dem Vereinigten Königreich zurück. Für diese Länder werden kräftigere Zuwachsrates von 3,0 % beziehungsweise 2,5 % prognostiziert. Die Produktionslücke dürfte in beiden Ländern annähernd geschlossen sein. Mit einer Zinswende ist ab dem Sommer 2015 zu rechnen.

Der leichten Aufwärtsrevision der Prognose für die Industrieländer steht eine vergleichbar große Abwärtsrevision für die Schwellenländer gegenüber, die sich mit Ausnahme Indiens über fast alle Schwellenländer erstreckt. Statt eines Wachstums von 4,8 % erwartet der Sachverständigenrat nun lediglich eine Zunahme der Produktion um 4,4 %. Damit sind von den Schwellenländern im Jahr 2015 schwächere Impulse als in den Vorjahren zu erwarten. Im Vergleich zu den Industrieländern bleibt das Expansionstempo jedoch etwa doppelt so hoch. Die Prognose des Sachverständigenrates für die Zunahme der Weltproduktion im Jahr 2015 bleibt somit nahezu unverändert.

Chancen und Risiken

8. Alle makroökonomischen Prognosen sind mit einer gewissen Unsicherheit verbunden. So müssen für mehrere Einflussgrößen wie Wechselkurse und Rohstoffpreise Annahmen getroffen werden. Zudem erfordert die Erstellung der Prognose weitere Annahmen über Problemfelder, die bei Nichteintreten einen signifikanten Einfluss auf die Weltwirtschaft ausüben können. Zu den wesentlichen Annahmen gehören hierbei folgende Punkte:
 - keine deutliche Eskalation im Konflikt zwischen der Ukraine und Russland,
 - keine krisenhafte Verschärfung der Wirtschaftslage in China infolge des starken Anstiegs der Verschuldung und der Bautätigkeit in den vergangenen Jahren,
 - keine Turbulenzen auf den Finanzmärkten sowie keine Kapitalflucht aus den Schwellenländern in Folge einer Zinsanhebung in den Vereinigten Staaten.

9. Aus den politischen Entwicklungen im Euro-Raum resultieren sowohl Risiken als auch Chancen für die wirtschaftliche Erholung. Dies gilt vor allem für die aktuelle Entwicklung in Griechenland, aber auch für die kommenden Regierungswahlen in Spanien und Portugal. In der Prognose wird angenommen, dass die Verhandlungen zwischen Griechenland und der Euro-Gruppe noch eine Weile anhalten, aber letztlich eine Lösung gefunden wird. Eine Staatsinsolvenz Griechenlands wird nicht erwartet. Selbst in einem solchen Fall sind Gefahren für die europäische Wirtschaftsentwicklung zwar vorhanden, sie dürften aber insgesamt eher begrenzt sein. [KASTEN 1](#) Ferner wird unterstellt, dass der Reformprozess in Spanien und Portugal unabhängig von den Wahlausgängen fortgesetzt wird.

Das Entstehen einer erneuten Vertrauenskrise im Euro-Raum aufgrund politischer Ereignisse kann jedoch nicht vollkommen ausgeschlossen werden. In einem solchen Fall wären das Ende des jungen Erholungsprozesses und ein Rückfall in die Rezession die wahrscheinliche Folge.

Selbst wenn keine Vertrauenskrise entsteht, stellen zu weitreichende Zugeständnisse an Griechenland erhebliche konjunkturelle Risiken dar: Eine grundsätzliche Abkehr von der bisherigen Vorgehensweise kann in anderen Mitgliedstaaten ähnliche Begehrlichkeiten wecken. Das Beispiel Griechenlands zeigt, wie erste Anzeichen eines Aufschwungs abrupt beendet werden, wenn Unsicherheit bezüglich des künftigen politischen Kurses aufkommt. Einige Länder haben erste Fortschritte bei der Bekämpfung der Arbeitslosigkeit erzielt, wenngleich sie immer noch hoch ist. Die im Euro-Raum angelegte wirtschaftliche Erholung könnte geringer ausfallen, wenn auch in anderen Mitgliedstaaten die notwendigen Anpassungen ausbleiben oder bereits umgesetzte Reformen zurückgedreht werden.

Spiegelbildlich ist eine Chance darin zu sehen, dass eine schnelle Rückkehr zur Reformpolitik in Griechenland sowie die engagierte Umsetzung von Reformen in Frankreich und Italien die Wachstumsaussichten des Euro-Raums positiv beeinflussen könnten.

▸ KASTEN 1

Mögliche Auswirkungen eines griechischen Zahlungsausfalls

Die aktuelle Wirtschaftslage in Griechenland:

Der aufkeimende Erholungsprozess der griechischen Wirtschaft wurde durch die gestiegene politische Unsicherheit im Zusammenhang mit den Wahlen im Januar 2015 abrupt beendet. Nachdem das Bruttoinlandsprodukt in den ersten drei Quartalen des Jahres 2014 noch gestiegen war, sank es im vierten Quartal um 0,4 %. Zum Jahresbeginn 2015 ist nun mit einem Rückfall in die Rezession zu rechnen.

Der Wiederanstieg der politischen Unsicherheit dürfte vor allem Ausdruck der Skepsis gegenüber dem Reform- und Kooperationswillen der neuen griechischen Regierung sein. Eine Staatsinsolvenz Griechenlands wird von den Marktakteuren offenbar nicht mehr ausgeschlossen. Dies zeigt sich im Anstieg sowohl der Renditen langjähriger Staatsanleihen als auch der Target-Salden. Seit September 2014 stiegen die Staatsanleiherenditen von 6 auf über 10 % und es setzte wieder eine erhebliche Kapitalflucht aus Griechenland ein: Die Target-Verbindlichkeiten sind seit September 2014 um mehr als 40 Mrd Euro auf gut 76 Mrd Euro im Januar 2015 angestiegen.

Als Folge dieser Entwicklungen hat sich die Stimmung der Unternehmen in den vergangenen Monaten spürbar eingetrübt. Zudem ist der im Jahresverlauf 2014 zu beobachtende Rückgang der Arbeitslosenquote seit Jahresbeginn 2015 zum Erliegen gekommen. Zugleich fielen die Konsumsteuereinnahmen im Januar überraschend schwach aus, nachdem sie in den Wintermonaten noch relativ deutlich das Vorjahresniveau überstiegen hatten. All diese Faktoren sprechen für eine stagnierende, wenn nicht sogar rückläufige Entwicklung der Binnennachfrage.

Insgesamt lassen die vorliegenden Indikatoren für das erste und zweite Quartal 2015 eine weitere Eintrübung der Wirtschaftslage erwarten. Das Bruttoinlandsprodukt dürfte in beiden Quartalen schrumpfen. Unter der Annahme, dass bis zum Sommer eine langfristige politische Lösung gefunden wird und das Vertrauen stabilisiert werden kann, dürfte Griechenland in der zweiten Jahreshälfte aber zu leichten positiven Wachstumsraten zurückkehren und den Erholungskurs wieder aufnehmen.

Fiskalische und gesamtwirtschaftliche Auswirkungen eines Zahlungsausfalls im Euro-Raum:

Mit der Ende Februar 2015 vereinbarten viermonatigen Verlängerung des zweiten griechischen Rettungsprogramms von 2012 ist lediglich der Zeitraum verlängert worden, um den erfolgreichen Abschluss des Programms zu prüfen. Erst wenn das Programm erfolgreich abgeschlossen sein wird, können die noch ausstehenden Mittel des Programms freigegeben werden. Angesichts des absehbaren Finanzbedarfs besteht somit trotz Verlängerung des Programms weiterhin das Risiko eines ein-

seitigen Zahlungsausfalls Griechenlands, entweder innerhalb des Euro-Raums oder indem dieser gleichzeitig (vertragswidrig) verlassen würde. Käme es zu einer solchen Situation, würde sich dies auf die Finanzsituation der Gläubigerstaaten auswirken.

Griechenland wurden im Rahmen des ersten Rettungsprogramms bilaterale Kredite in Höhe von 52,9 Mrd Euro gewährt. [TABELLE 3](#) Aus Deutschland stammen hierbei 15,2 Mrd Euro von der KfW. Zudem garantiert Deutschland 29,1 % der von der EFSF bereitgestellten Kredite. Die EFSF hat im Rahmen des zweiten Rettungsprogramms Griechenland bereits 141,9 Mrd Euro ausgezahlt. Darüber hinaus erhielt Griechenland bis Ende 2014 Finanzhilfen in Höhe von 19,1 Mrd Euro durch den IWF, an dessen Finanzierung sich Deutschland über Beiträge mit einer Quote von derzeit 6,1 % beteiligt. Die Kredite der KfW und der EFSF sind direkt vom deutschen Staat garantiert. Die beiden Institutionen könnten daher bei einem Ausfall der Forderungen diese Garantien theoretisch sofort ziehen. Dies hätte eine sofortige Zahlung des deutschen Staates in Höhe von 56,5 Mrd Euro zur Folge, die negativ auf den Bundeshaushalt wirken und in der **Finanzstatistik** das Defizit und den Schuldenstand erhöhen würde.

Auf das ausgewiesene Defizit in den **Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen** – welches maßgeblich für die Europäische Kommission bei der Überprüfung des Stabilitäts- und Wachstumspakts ist – hätte dies zunächst keinen Einfluss, da die Forderungen gegenüber Griechenland erst einmal fortbestehen. Selbst, wenn man diese langfristig abschriebe und damit aus der Vermögensbilanz nähme, wäre dies nicht defizitwirksam. Stattdessen würde die Uneinbringlichkeit der Forderung vom Gläubiger als sonstige Volumenänderung an Forderungen gebucht, wobei das Konto Volumenänderung in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen erst nach dem Finanzierungssaldo steht (ESVG 2010). Nur ein bilateraler Verzichtvertrag würde aufgrund eines Vermögenstransfers zu höheren ausgewiesenen Defiziten führen. Im Schuldenstand nach Maastricht sind die Kredite ohnehin bereits als sogenannte Stock-Flow-Adjustments gebucht. Das heißt, der Schuldenstand ist höher als die Summe der in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen ausgewiesenen Defizite (JG 2013 Ziffern 563 ff.).

[TABELLE 3](#)

Ausgezahlte und ausstehende Kredite an Griechenland¹

	EFSF	IWF	Bilaterale Kredite
ausgezahlt	141,9 (41,3)	19,1	52,9 (15,2)
ausstehend	2,7	8,9 ^a	.

1 – Werte in Klammern: deutscher Beitrag. a – Bis Ende des 1. Quartals 2016 stehen noch weitere 8,9 Mrd Euro zur Verfügung.

Quellen: BMF, EFSF

SVR-15-082

Die ökonomischen Folgen eines griechischen Zahlungsausfalls auf den Euro-Raum und darüber hinaus könnten sich über den **Bilanzkanal** und den **Vertrauenskanal** auswirken. Die Effekte über den Handelskanal sollten aufgrund der geringen relativen Größe Griechenlands im Verhältnis zur Wirtschaftskraft des Euro-Raums relativ klein sein.

Über den **Bilanzkanal** würde sich der Zahlungsausfall des griechischen Staates vor allem negativ auf die griechische Wirtschaft auswirken. Die Auswirkungen auf den restlichen Euro-Raum wären hingegen begrenzt. Dabei sind weder die Auswirkungen eines Zusammenbruchs des griechischen Bankensektors noch die der Neueinführung einer nationalen Währung seriös quantifizierbar.

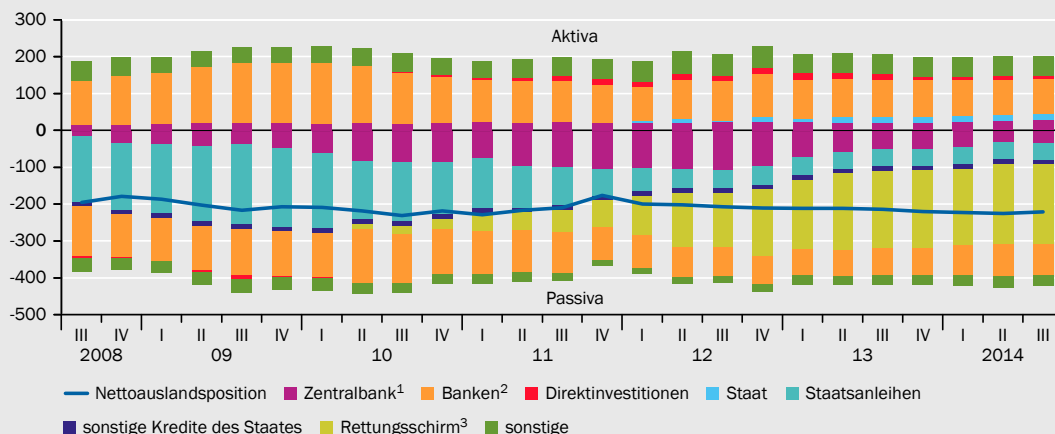
Ein Zahlungsausfall Griechenlands würde die Vermögensbilanzen der griechischen und ausländischen Wirtschaftssubjekte direkt berühren. Die finanzielle Verflechtung Griechenlands mit dem Ausland ist zwar aufgrund der hohen Auslandsverschuldung immer noch ähnlich hoch wie im Jahr 2008 vor Ausbruch der Krise, allerdings liegen rund 70 % der Auslandsverbindlichkeiten Griechenlands und rund 80 % der im Ausland gehaltenen Staatsschulden bei öffentlichen Kreditgebern – IWF, EFSF, Mitgliedstaaten des Euro-Raums und der EZB. [ABBILDUNG 1](#) Die Bankensysteme außerhalb

Griechenlands dürften somit kaum betroffen sein. Damit besteht auch nicht mehr, wie etwa im Jahr 2010, die Gefahr, dass im Finanzsystem eine Spirale fallender Vermögenspreise in Gang gesetzt wird, weil die betroffenen Gläubiger ihre Verschuldungshebel zurückfahren müssen oder deren Solvenz gefährdet wäre.

Anders sieht es für das griechische Bankensystem aus, das seinen aktuellen Refinanzierungsbedarf nicht über die normalen Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems decken kann, sondern zu einem sehr großen Teil auf Notfallkredite der EZB (ELA) angewiesen ist. Bei einem Zahlungsausfall wäre der Weg über ELA versperrt und damit das griechische Bankensystem zahlungsunfähig. Im Falle der gleichzeitigen (illegalen) Einführung einer neuen nationalen Währung würde Liquidität zwar über die eigene Zentralbank bereitgestellt, allerdings wäre die Solvenz der Banken durch die weiterhin auf Euro lautenden Verbindlichkeiten gefährdet. Das gleiche Problem ergäbe sich für die Wirtschaftssubjekte, die ebenfalls weiterhin Verbindlichkeiten in Euro zu bedienen hätten. Aufgrund dessen wäre bei einer Währungsumstellung zusätzlich mit entsprechenden Verstärkungseffekten für die griechische Realwirtschaft zu rechnen, die bereits in anderen Währungs- und Schuldenkrisen zu beobachten waren (Krugman, 1999; Mendoza, 2002).

▾ **ABBILDUNG 1**

Struktur der Nettoauslandsposition Griechenlands
Mrd Euro



1 - Einschließlich Währungsreserven. 2 - Ohne Zentralbank. 3 - Ausleihungen von EFSF und IWF sowie bilaterale Kredite.

Quelle: Bank of Greece

SVR-15-080

Über den **Vertrauenskanal** können neben Griechenland auch solche Länder in Mitleidenschaft gezogen werden, die nur geringe direkte wirtschaftliche Verbindungen mit Griechenland haben und solide Fundamentaldaten aufweisen.

Einerseits könnte ein Zahlungsausfall Griechenlands einen (europäischen) Unsicherheitsschock auslösen (Bloom, 2009), ähnlich wie im Jahr 2008 die Insolvenz von Lehman Brothers, wodurch die Unsicherheit auf den Finanz- und Gütermärkten drastisch anstiege. Als Folge würden Unternehmen und Haushalte Investitionen und Neueinstellungen oder den Kauf langlebiger Wirtschaftsgüter aufschieben. Diese Phase der wirtschaftlichen Inaktivität würde dann einen starken Nachfrageeinbruch auslösen, dem, sofern sich die Unsicherheit nicht schnell genug und ausreichend stark auflöst, ein noch stärkerer Wirtschaftseinbruch folgen könnte. Andererseits könnte ein Zahlungsausfall eine spekulative Attacke der Finanzmarktteilnehmer bei den Mitgliedstaaten des Euro-Raums auslösen, deren gesamtwirtschaftliche und finanzpolitische Kennzahlen deutlich schlechter sind als im Durchschnitt der Euro-Mitgliedstaaten (De Grauwe und Ji, 2013).

Wäre ein Zahlungsausfall zudem mit der Neueinführung einer eigenen Währung verbunden, könnte dies das Vertrauen in die Währungsunion und deren institutionellen Rahmen erschüttern: Damit eine Währungsunion glaubwürdig ist, muss die Mitgliedschaft dauerhaft und unumkehrbar sein. Wird von diesem Prinzip abgewichen, könnte die Währungsunion ihren Charakter ändern, hin zu einem System

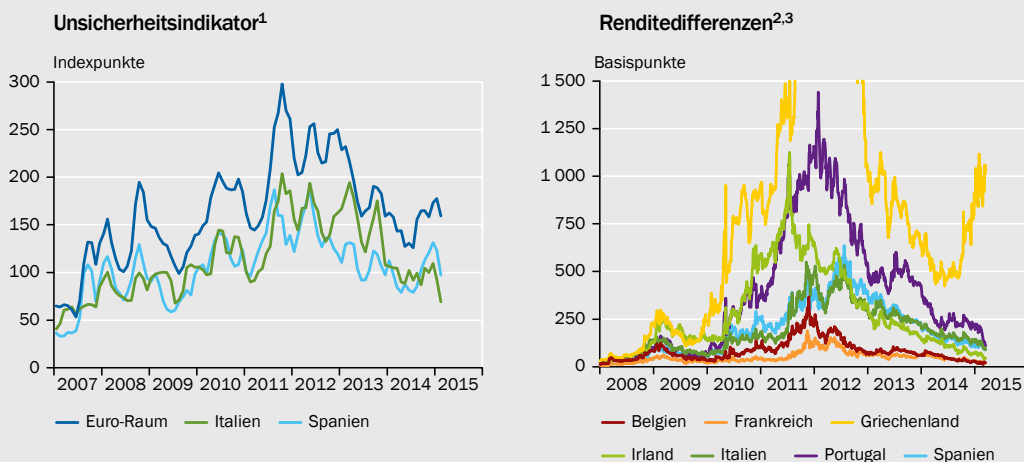
fester, aber prinzipiell anpassbarer nominaler Wechselkurse. In einem solchen System dürften Marktteilnehmer, die am weiteren Verbleib eines Landes in der Währungsunion zweifeln, entsprechende Risikozuschläge für die zu erwartenden nominalen Wechselkursänderungen verlangen, wodurch die Refinanzierung der öffentlichen und privaten Schuldner immer schwieriger würde. Letztlich ergäben sich die gleichen spekulativen und schließlich selbsterfüllenden Momente wie in einem Festwechselkursystem, dessen Wechselkurs nicht mehr ausreichend glaubwürdig ist, an dessen Ende dann die Aufgabe des fixierten Wechselkurses stehen kann.

Während im Zeitraum der Jahre 2010 bis 2013 die Gefahr möglicher Ansteckungseffekte über den Unsicherheitskanal erheblich waren, insbesondere das Risiko, dass einzelne Länder den Währungsraum verlassen oder dieser insgesamt zerbrechen könnte (JG 2012 Kasten 6, Canofari et al. 2014, Klose und Weigert 2014), hat sich seither die Situation im Euro-Raum erheblich verändert. Die Integration des Euro-Raums wurde nicht zuletzt durch die Gründung der Bankenunion und der verstärkten fiskalpolitischen Überwachung weiter vertieft und der institutionelle Rahmen insgesamt gestärkt. Mit dem ESM verfügt der Euro-Raum zudem über einen fiskalischen Krisenmechanismus und insbesondere die EZB hat etwa mit dem OMT-Programm und dem QE die Gefahr spekulativer Attacken auf einzelne Mitgliedstaaten mit selbsterfüllenden Dynamiken deutlich reduziert. Die neuerliche Zuspitzung, die maßgeblich durch die neue griechische Regierung herbeigeführt wurde, findet somit heute in einem ganz anderen Umfeld statt, in dem es ein starkes und glaubwürdiges Bekenntnis aller Mitgliedstaaten zur Währungsunion und deren Regelwerk gibt.

Die Unsicherheit für den Euro-Raum ist seit den krisenhaften Zuspitzungen der Jahre 2011 und 2012 deutlich gefallen, insbesondere für jene Mitgliedstaaten, die, wie etwa Italien und Spanien, in der Vergangenheit besonders starke Ansteckungseffekte erlebt hatten. [ABBILDUNG 2](#) Selbst im Zuge der Verhandlungen über die Verlängerung des zweiten griechischen Rettungsprogramms hat sich dieser langfristige Trend nicht geändert. Die Renditedifferenzen 10-jähriger Staatsanleihen gingen ebenfalls trendmäßig zurück. Ausgenommen ist davon lediglich die Entwicklung der griechischen Anleiherenditen, die nunmehr ein Niveau aufweisen, wie es kurz vor dem ersten Rettungsprogramm zu beobachten war. Gleiches ist auf den Aktienmärkten zu beobachten, die in Griechenland erhebliche Verluste erlebten, während nahezu alle anderen Mitgliedstaaten Preisanstiege verzeichneten. Somit beschränken sich die Auswirkungen der neuerlichen Unsicherheit über den weiteren Fortgang in Griechenland vor allem auf das Land selbst. Ansteckungseffekte auf andere Mitgliedstaaten sind zumindest in der aktuellen Situation nicht unmittelbar beobachtbar.

ABBILDUNG 2

Unsicherheitsindikatoren und Renditedifferenzen ausgewählter Mitgliedstaaten des Euro-Raums



1 - Gleitender 3-Monatsdurchschnitt basierend auf den Unsicherheitsindikatoren von Baker, Bloom und Davies (www.policyuncertainty.com). Berechnet wird der Indikator aus zwei Komponenten. Die erste Komponente misst die Anzahl von Zeitungsmeldungen, die sich mit politikbezogener wirtschaftlicher Unsicherheit befassen. Die zweite Komponente betrachtet die Uneinigkeit unter Konjunkturbeobachtern als Indikator der Unsicherheit. 2 - Differenz der Renditen für 10-jährige Staatsanleihen des jeweiligen Landes gegenüber den Staatsanleihen von Deutschland mit der gleichen Laufzeit. Quelle: Thomson Financial Datastream. 3 - Zur besseren Lesbarkeit werden die Werte für Griechenland vom 24. August 2011 bis 27. November 2012 nicht dargestellt.

SVR-15-079

II. DEUTSCHE KONJUNKTURENTWICKLUNG

10. Die Konjunktur in Deutschland ist im Frühjahr 2015 deutlich aufwärts gerichtet. Im vierten Quartal des Jahres 2014 ist das Bruttoinlandsprodukt mit 0,7 % kräftig angestiegen. Dies war so nicht erwartet worden. Der Sachverständigenrat ging auf Grundlage der im Oktober 2014 vorliegenden Frühindikatoren in seiner Prognose für das Jahresende lediglich von einer Stagnation aus. Der Rückgang des Ölpreises und der Wertverlust des Euro führten jedoch zu konjunkturell günstigeren Rahmenbedingungen als noch in der Prognose unterstellt. Im Zuge der Schnellschätzung des Statistischen Bundesamts zur Wirtschaftsleistung im dritten Quartal wurden zudem die Zuwachsraten der ersten beiden Quartale des Jahres 2014 nach oben revidiert, sodass sich das konjunkturelle Bild des Jahres 2014 nach Veröffentlichung des Jahresgutachtens etwas günstiger darstellte, als es die amtlichen Daten zum Zeitpunkt der Prognoseerstellung hatten erscheinen lassen. Derartige Revisionen der amtlichen Statistik sind nicht ungewöhnlich (JG 2013 Kasten 5).
11. In der zweiten Jahreshälfte 2014 sind insbesondere die Privaten Konsumausgaben kräftiger als erwartet ausgeweitet worden. Dies steht in Verbindung mit dem Rückgang des Ölpreises, der auf Seiten der Konsumenten die Kaufkraft erhöht hat. Die infolge der kräftigen Ausweitung der Sozialausgaben ohnehin dynamische Entwicklung des Konsums erhielt dadurch einen zusätzlichen Impuls.

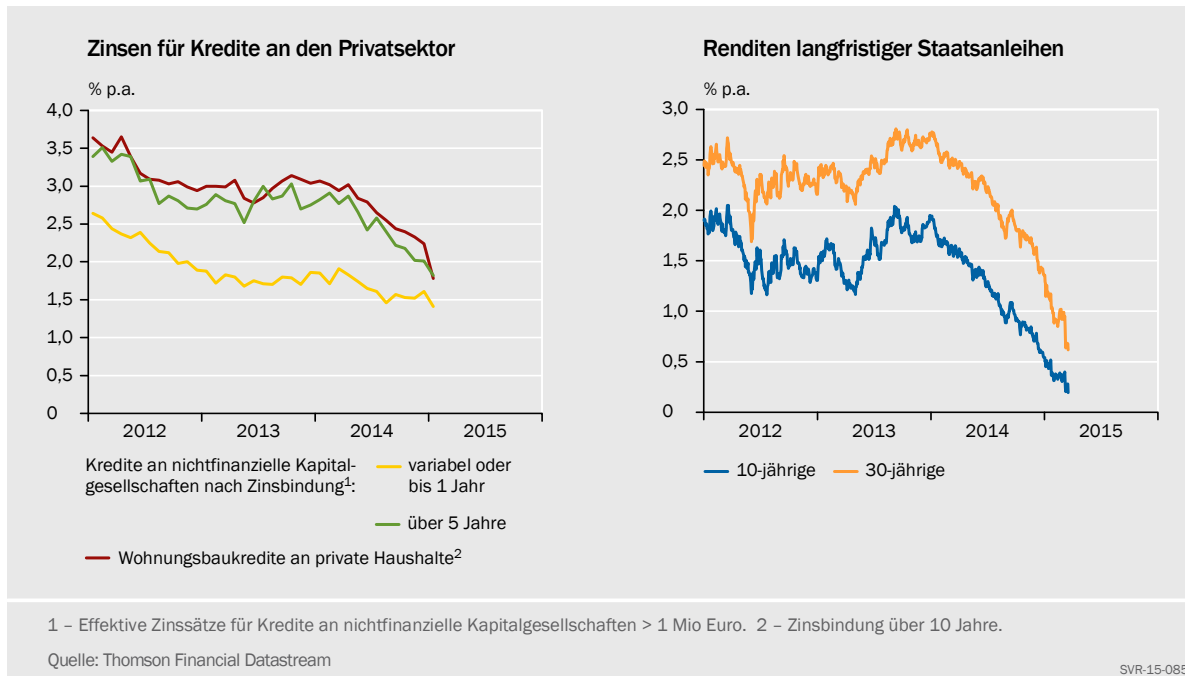
Zudem fiel die Zuwachsrate der Exporte deutlich höher aus als im Jahresgutachten prognostiziert. In der zweiten Jahreshälfte verbesserte sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit im Zuge der Abwertung des Euro gegenüber den wichtigsten Währungen deutlich. War im Jahresgutachten für den Prognosezeitraum noch von einem Wechselkurs von 1,27 Dollar je Euro ausgegangen worden, beträgt der Wechselkurs Ende März 2015 lediglich 1,10 Dollar je Euro. Die Abwertung erfolgte, nachdem sich das EZB-Programm zum Kauf von Staats- und Unternehmensanleihen abzeichnete.

12. Die Rahmenbedingungen haben sich zuletzt deutlich verbessert: Das nationale monetäre Umfeld stellt sich zwar schon seit Längerem ausgesprochen günstig dar. Durch die Maßnahmen der EZB sind das Zinsniveau für Unternehmenskredite und langfristige Immobilienkredite sowie die Renditen für Unternehmensanleihen jedoch nochmals deutlich gesunken. So sanken beispielsweise die Zinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit einer Zinsbindung von 5 Jahren auf unter 2 %. [↘ ABBILDUNG 3](#) Die momentan ausgesprochen günstigen Finanzierungsbedingungen für die deutsche Wirtschaft dürften für den gesamten Prognosezeitraum anhalten.
13. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit hat sich zum Jahresende 2014 gegenüber den Handelspartnern deutlich verbessert. Zurückzuführen ist dies vor allem darauf, dass der Euro gegenüber den wichtigsten Währungen – insbesondere gegenüber dem US-Dollar – nochmals deutlich abgewertet hat. Aufgrund der Nicht-Prognostizierbarkeit werden Wechselkurse im Prognoseprozess auf Höhe des letzten verfügbaren Wertes fixiert und im weiteren Verlauf als konstant angenommen (JG 2013 Ziffer 125). Deshalb werden zur Bestimmung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit im Jahr 2015 die Prognosen der Verbraucherpreise in den jeweiligen Ländern herangezogen. Gegenüber dem restlichen Euro-Raum dürfte es im kommenden Jahr infolge der in Deutschland

höheren Inflationsrate zu einer leichten Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit kommen. Gegenüber den anderen Absatzmärkten verbessert sich die Wettbewerbsfähigkeit deutlicher als noch im Jahresgutachten unterstellt, da der Wechselkurs im Jahresdurchschnitt wesentlich niedriger sein dürfte als im Jahr 2014.

▸ ABBILDUNG 3

Finanzierungskonditionen in Deutschland

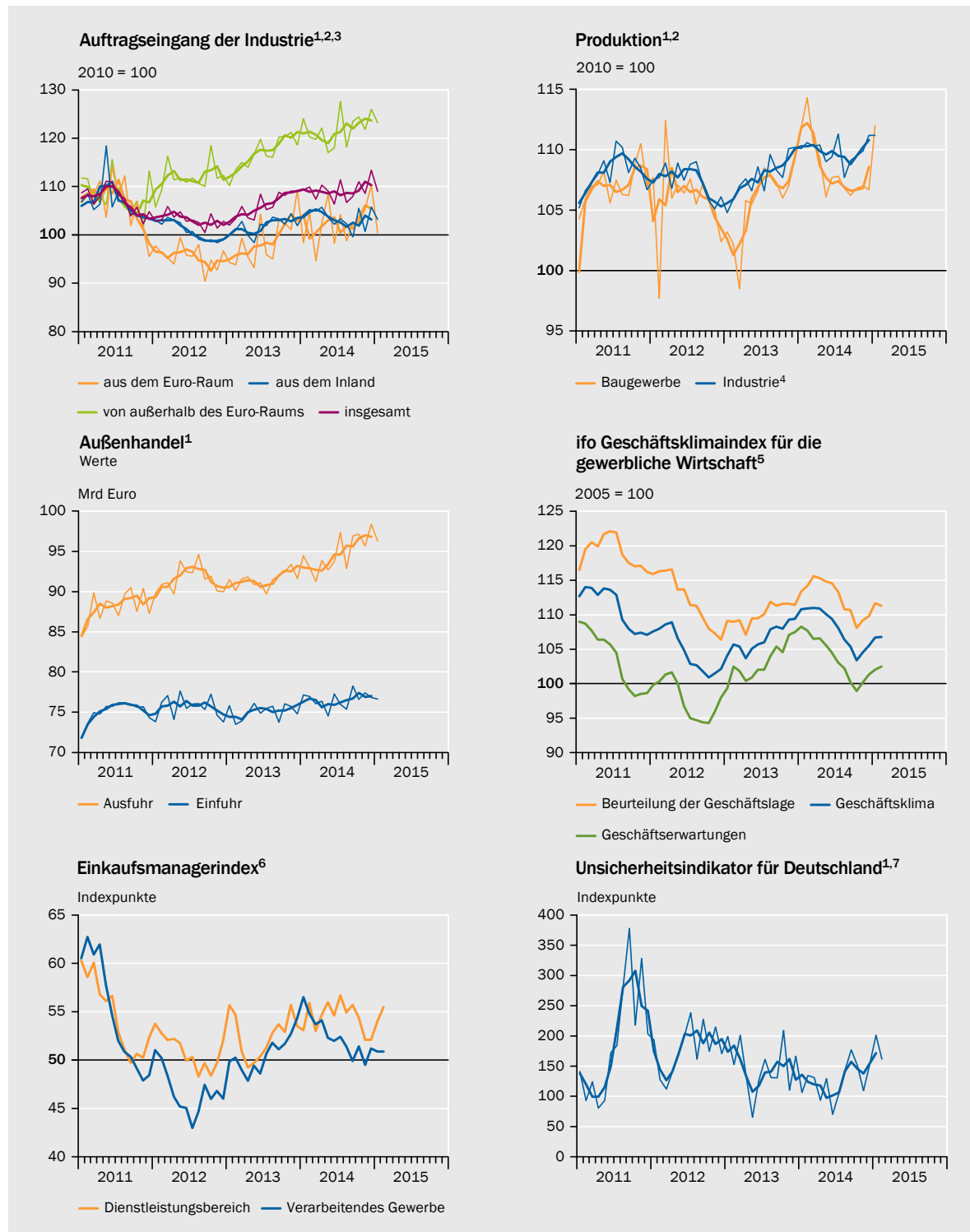


14. Die **realwirtschaftlichen Indikatoren** zeichnen ein positives Bild für den Jahresbeginn 2015. ▸ ABBILDUNG 4 Die Industrieproduktion nahm im Januar bereits den fünften Monat in Folge zu, die Produktion im Baugewerbe stieg – unterstützt durch die milde Witterung im Januar – kräftig. Die deutschen Industrieunternehmen verzeichneten im Januar zwar einen Rückgang der Auftragseingänge. Dieser muss jedoch vor dem Hintergrund der starken Vormonatswerte gesehen werden. Der Trend zeigt hier weiter nach oben.

Die **umfragebasierten Indikatoren** signalisieren im Frühjahr 2015 eine weitere Expansion der gesamtwirtschaftlichen Aktivität. Die Stimmung und Erwartungen der Unternehmen haben sich nach dem kräftigen Rückgang im Sommerhalbjahr 2014 in den vergangenen Monaten deutlich gebessert. Der ifo Geschäftsklimaindex stieg im Februar 2015 bereits den vierten Monat in Folge. Dieses optimistische Bild bestätigen die Markit/BME-Einkaufsmanagerindizes für das Verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor, die beide deutlich über der Wachstumsschwelle von 50 Punkten liegen.

▸ **ABBILDUNG 4**

Ausgewählte Indikatoren zur konjunkturellen Entwicklung

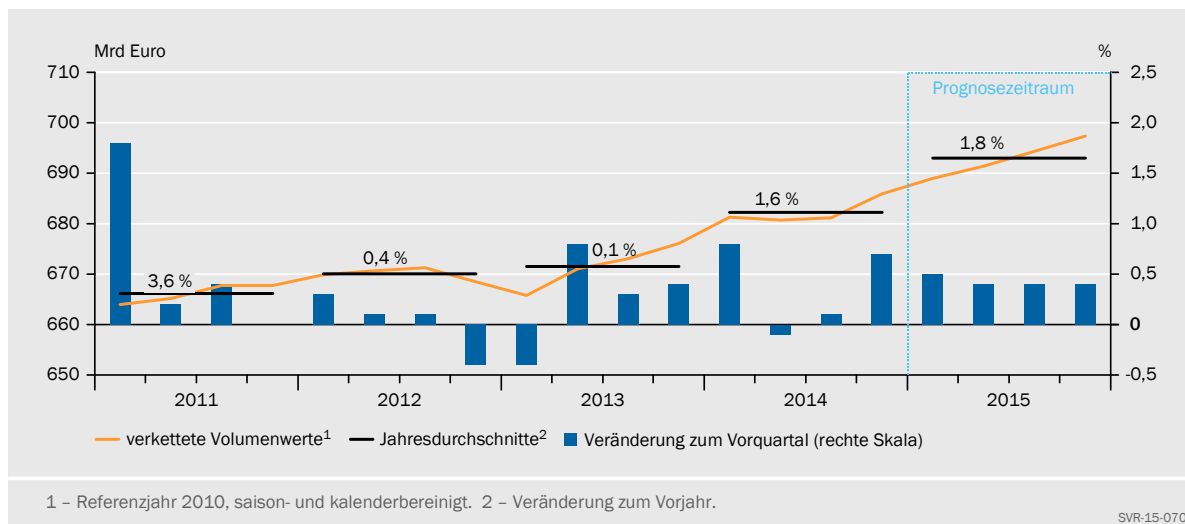


1 – Dünne Linie: Monatswerte; dicke Linie: gleitende 3-Monatsdurchschnitte. 2 – Volumenindex; saisonbereinigte Werte. 3 – Verarbeitendes Gewerbe ohne Ernährungsgewerbe und Tabakverarbeitung sowie ohne Kokerei, Mineralölverarbeitung, Herstellung und Verarbeitung von Spalt- und Brutstoffen, Recycling. 4 – Produzierendes Gewerbe ohne Energie und Baugewerbe. 5 – Verarbeitendes Gewerbe, Bauhauptgewerbe, Groß- und Einzelhandel. 6 – Der Einkaufsmanagerindex basiert auf einer monatlichen Umfrage in der verarbeitenden Industrie, an der etwa 500 Einkaufsleiter und Geschäftsführer teilnehmen. 7 – Basierend auf den Unsicherheitsindikatoren von Baker, Bloom und Davies (www.policyuncertainty.com). Berechnet wird der Indikator aus zwei Komponenten. Die erste Komponente misst die Anzahl von Zeitungsmeldungen, die sich mit politikbezogener wirtschaftlicher Unsicherheit befassen. Die zweite Komponente betrachtet die Uneinigkeit unter Konjunkturbeobachtern als Indikator für Unsicherheit.

15. Insgesamt zeichnen die Indikatoren ein optimistisches Bild. Dies bestätigt sich, wenn die verschiedenen Indikatoren für eine **Kurzfristprognose** verwendet werden. Sie lässt aktuell Quartalszuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts im ersten und zweiten Quartal 2015 – in realer, saisonbereinigter Rechnung – von jeweils etwa 0,4 % erwarten. Diese Zuwachsrate liegen über der Potenzialwachstumsrate. Nach den Berechnungen des Sachverständigenrates dürfte die Output-Lücke positiv werden, sodass sich das tatsächliche Bruttoinlandsprodukt oberhalb des Produktionspotenzials befindet.
16. Unter Berücksichtigung der Ergebnisse der Kurzfristprognose rechnet der Sachverständigenrat für das Jahr 2015 mit einer jahresdurchschnittlichen **Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts** von 1,8 %. [↘ ABBILDUNG 5](#) In der im Jahresgutachten veröffentlichten Konjunkturprognose des Sachverständigenrates wurde noch eine niedrigere Zuwachsrate von 1,0 % prognostiziert. [↘ TABELLE 4](#)

↘ ABBILDUNG 5

Voraussichtliche Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts



Entgegen der Prognose im Jahresgutachten dürfte der private Konsum etwas kräftiger zulegen als dort prognostiziert. Dieser steuert in der Prognose die wesentlichen Wachstumsbeiträge bei. [↘ TABELLE 5](#) Dies liegt neben der etwas besseren Entwicklung des Arbeitsmarkts an dem deutlich gesunkenen Ölpreis. Die Investitionen entwickeln sich im Jahresverlauf infolge des niedrigeren Zinsniveaus etwas dynamischer, wengleich die in der Tabelle ausgewiesenen jahresdurchschnittlichen Veränderungsrate in etwa gleich ausfallen¹. Der Außenbeitrag wirkt infolge der kräftigeren Exporte nicht bremsend, sondern leicht positiv auf den Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts. Dafür sind eine verbesserte preisliche Wettbewerbsfähigkeit sowie eine günstigere Entwicklung im Euro-Raum verantwortlich.

¹ Die jeweiligen Jahresverlaufsrate, also die Änderung des vierten Quartals gegenüber dem Vorjahresquartal fallen hingegen deutlich höher aus. Aufgrund von statistischen Überhängen und Revisionen im Jahr 2014 wird jedoch von einer niedrigeren Basis gestartet, so dass die Jahresdurchschnitte etwas niedriger liegen als im Jahresgutachten prognostiziert.

TABELLE 4

Wirtschaftliche Eckdaten

	Einheit	2013	2014	Prognose für 2015	
				Aktualisierung	JG 2014/15
Bruttoinlandsprodukt¹	%	0,1	1,6	1,8	(1,0)
Konsumausgaben	%	0,8	1,2	2,1	(1,4)
Private Konsumausgaben ²	%	0,8	1,2	2,4	(1,5)
Konsumausgaben des Staates	%	0,7	1,1	1,2	(1,2)
Ausrüstungsinvestitionen	%	- 2,4	4,3	3,8	(3,9)
Bauinvestitionen	%	- 0,1	3,6	1,8	(2,0)
Inländische Verwendung	%	0,7	1,3	1,8	(1,5)
Außenbeitrag (Wachstumsbeitrag in Prozentpunkten)		- 0,5	0,4	0,1	(- 0,4)
Exporte	%	1,6	3,9	5,1	(3,6)
Importe	%	3,1	3,4	5,5	(5,1)
Erwerbstätige	Tausend	42 281	42 652	42 956	(42 795)
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte ³	Tausend	29 713	30 207	30 594	(30 474)
Registriert Arbeitslose ³	Tausend	2 950	2 898	2 822	(2 931)
Arbeitslosenquote ^{3,4}	%	6,9	6,7	6,5	(6,7)
Verbraucherpreise ⁵	%	1,5	0,9	0,3	(1,3)
Finanzierungssaldo des Staates ⁶	%	0,1	0,6	0,4	(- 0,0)

1 - Preisbereinigt; Veränderung zum Vorjahr. Gilt auch für alle angegebenen Bestandteile des Bruttoinlandsprodukts. 2 - Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck. 3 - Quelle für die Jahre 2013 und 2014: BA. 4 - Registriert Arbeitslose in Relation zu allen zivilen Erwerbspersonen. 5 - Veränderung gegenüber dem Vorjahr. 6 - Gebietskörperschaften und Sozialversicherung in der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen; in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt.

SVR-15-071

TABELLE 5

Wachstumsbeiträge zum Bruttoinlandsprodukt nach Verwendungskomponenten¹
Prozentpunkte²

	2010	2011	2012	2013	2014	Prognose für 2015	
						Aktualisierung	JG 2014/15
Inländische Verwendung	2,8	2,9	- 0,9	0,6	1,2	1,7	(1,4)
Konsumausgaben	0,6	1,4	0,6	0,6	0,9	1,6	(1,1)
Private Konsumausgaben ³	0,4	1,3	0,4	0,5	0,7	1,3	(0,8)
Konsumausgaben des Staates	0,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	(0,2)
Bruttoanlageinvestitionen	1,0	1,4	- 0,1	- 0,1	0,7	0,5	(0,5)
Ausrüstungsinvestitionen	0,6	0,4	- 0,2	- 0,2	0,3	0,2	(0,2)
Bauinvestitionen	0,3	0,8	0,1	0,0	0,4	0,2	(0,2)
Sonstige Anlagen	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	0,1	(0,1)
Vorratsveränderungen	1,3	0,0	- 1,4	0,2	- 0,4	- 0,3	(- 0,1)
Außenbeitrag	1,3	0,7	1,3	- 0,5	0,4	0,1	(- 0,4)
Exporte	5,5	3,4	1,3	0,7	1,8	2,3	1,7
Importe	- 4,2	- 2,7	0,0	- 1,3	- 1,3	- 2,2	(- 2,1)
nachrichtlich:							
Bruttoinlandsprodukt (%)	4,1	3,6	0,4	0,1	1,6	1,8	(1,0)

1 - Reale Werte. 2 - Abweichungen in den Summen rundungsbedingt. 3 - Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

SVR-15-076

17. Die Entwicklung der **Verbraucherpreise** in Deutschland wird auch im Jahr 2015 weit hinter dem für die Geldpolitik wichtigen Zielwert nahe 2 % des jährlichen Wachstums zurückbleiben. Nachdem die Inflationsrate gemessen am Verbraucherpreisindex (VPI) schon im gesamten Jahr 2014 bei lediglich 0,9 % gelegen hatte, ist sie im Januar 2015 auf -0,4 % gefallen, den niedrigsten Stand seit Juli 2009. Ursächlich für diese Entwicklung ist in erster Linie der Rückgang des Ölpreises, der sich zum Ende des Jahres 2014 und im Januar 2015 nochmals beschleunigte. Im Februar 2015 stieg die Gesamtinflation bereits wieder um 0,1 % gegenüber dem Vorjahr an. Dies war bei weiter sinkenden Energiepreisen auf einen Anstieg der Preise für Dienstleistungen zurückzuführen.

Ein leicht ansteigender Trend der Gesamtinflation sollte sich nicht zuletzt vor dem Hintergrund der Öl-Future-Preise im weiteren Jahresverlauf fortsetzen, sodass für das Gesamtjahr mit einer Inflationsrate von 0,3 % zu rechnen ist. Die Inflationsrate basierend auf dem für europäische Zwecke wichtigen harmonisierten Verbrauchpreisindex dürfte sich im Jahr 2015 auf 0,2 % belaufen.

18. Die Prognose steht jedoch unter dem Vorbehalt, dass es im Jahr 2015 nicht zu neuerlichen Schocks kommt. Ein derartiger Schock könnte der Zahlungsausfall Griechenlands sein. Dessen Auswirkungen dürften gegenüber dem Jahr 2010 weit schwächer sein, aber derartige Schocks sind im Rahmen einer Konjunkturprognose nicht abzuschätzen.

Trotz der momentan niedrigen Inflationsraten ist das Zinsniveau bei annähernd geschlossener Output-Lücke zu niedrig. Daher kann sich im Laufe dieses Jahres die konjunkturelle Entwicklung deutlich besser darstellen, wenn beispielsweise infolge der niedrigen Zinsen die Investitionstätigkeit der Haushalte und Unternehmen stärker zunimmt als in der Prognose unterstellt oder wenn es infolge einer weiteren Abwertung des Euro zu einer noch deutlicheren Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit und somit zu kräftig ansteigenden Exporten kommt.

Arbeitsmarkt

19. Der Arbeitsmarkt präsentiert sich weiterhin in guter Verfassung. Im Vergleich zum Vorjahr stieg die Anzahl der Erwerbstätigen im Jahresdurchschnitt 2014 um rund 370 000 auf etwa 42,65 Millionen Personen [↘ TABELLE 6](#) Der Beschäftigungsaufbau fiel dabei deutlich stärker aus als im Vorjahr 2013. Wie in den Vorjahren wurde bei der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung mit annähernd 500 000 Personen ein überproportionaler Anstieg verzeichnet.
20. Die Arbeitsmarktsituation stellt sich gegenwärtig besser dar, als dies noch zur Prognose im Jahresgutachten 2014/15 zu erwarten war. Wesentlich ist dies auf die überraschend gute Konjunktur zum Jahresende 2014 zurückzuführen. So fiel die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung im vierten Quartal 2014 um etwa 100 000 Personen höher aus als noch im vergangenen Herbst erwartet. Im Januar und Februar 2015 lag die Arbeitslosigkeit deutlich unter den Vorjahreswerten, sodass im ersten Quartal 2015 mit durchschnittlich rund 3 Millionen registriert Arbeitslosen zu rechnen ist. Die umfragebasierten Frühindikatoren, etwa das ifo Beschäftigungsbarometer und das IAB

Arbeitsmarktbarometer, deuten ebenso wie das Stellenangebot, die Kurz- oder die Zeitarbeit auf eine in der kurzen Frist robuste Arbeitsmarktentwicklung hin.

▾ TABELLE 6

Arbeitsmarkt in Deutschland

Tausend Personen

	2013	2014	Prognose für 2015			
			Aktualisierung	JG 2014/15	Aktualisierung	JG 2014/15
			Jahresdurchschnitte			Veränderung zum Vorjahr in %
Erwerbspersonen ^{1,2}	44 408	44 686	44 905	(44 949)	0,5	(0,5)
Erwerbslose ³	2 182	2 088	2 001	(2 209)	- 4,2	(2,4)
Pendlersaldo ⁴	55	54	52	(55)	- 3,2	(- 0,6)
Erwerbstätige ⁵	42 281	42 652	42 956	(42 795)	0,7	(0,4)
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte ⁶	29 713	30 207	30 594	(30 474)	1,3	(1,0)
Registriert Arbeitslose ⁶	2 950	2 898	2 822	(2 931)	- 2,7	(0,8)
nachrichtlich:						
Arbeitslosenquote ^{6,7,8}	6,9	6,7	6,5	(6,7)	- 0,2	(- 0,0)
ILO-Erwerbslosenquote ^{8,9}	5,2	5,0	4,7	(5,1)	- 0,3	(0,1)

1 – Personen im erwerbsfähigen Alter mit Wohnort in Deutschland (Inländerkonzept). 2 – In der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. 3 – Nach ILO-Definition. 4 – Erwerbstätige Einpendler aus dem Ausland/Auspendler in das Ausland. 5 – Erwerbstätige mit einem Arbeitsplatz in Deutschland unabhängig von ihrem Wohnort (Inlandskonzept). 6 – Quelle: BA. 7 – Registriert Arbeitslose in Relation zu allen zivilen Erwerbspersonen. 8 – Jahresdurchschnitte in %; Veränderung zum Vorjahr in Prozentpunkten. 9 – Erwerbslose in Relation zu den Erwerbspersonen, jeweils Personen in Privathaushalten im Alter von 15 bis 74 Jahren; Quelle: Eurostat.

SVR-15-074

21. Mit dem deutlich verbesserten konjunkturellen Ausblick dürfte die Erwerbstätigkeit im Jahresdurchschnitt 2015 auf 42,96 Millionen Personen und die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung auf rund 30,6 Millionen Personen anwachsen. Die Dynamik des Beschäftigungsaufbaus wird im Jahresverlauf voraussichtlich weiter durch eine hohe Nettozuwanderung nach Deutschland und eine weiter leicht zunehmende Erwerbsbeteiligung gestützt. Allerdings ist davon auszugehen, dass die Arbeitsmarktdynamik im Jahresverlauf durch steigende Löhne – aufgrund des Mindestlohns und der allgemeinen Lohnentwicklung – und die Rente mit 63 gedämpft wird. Eine erste Beurteilung des Mindestlohns im Hinblick auf die Beschäftigungsentwicklung ist aktuell aufgrund der dominierenden konjunkturellen Effekte noch nicht möglich.
22. Die Anzahl der registriert Arbeitslosen belief sich im Jahresdurchschnitt 2014 auf 2,9 Millionen Personen und lag somit um 50 000 Personen unter dem Vorjahresniveau. Für das Jahr 2015 rechnet der Sachverständigenrat mit einem etwas stärkeren Rückgang auf jahresdurchschnittlich 2,82 Millionen registriert Arbeitslose. Die Arbeitslosenquote wird dann voraussichtlich bei 6,5 % liegen, nach 6,7 % im Jahr 2014.

Öffentliche Finanzen

23. Die Lage der öffentlichen Finanzen hat sich gegenüber der Prognose im Jahresgutachten verbessert. Der Überschuss des Gesamtstaates fiel im vergangenen Jahr mit 18,0 Mrd Euro doppelt so hoch aus wie im Herbst prognostiziert (8,3 Mrd Euro).

↘ TABELLE 7 Die Gründe hierfür sind auf der Ausgabenseite vor allem die Investitionen, die nach einer Revision des ersten Halbjahres 2014 einen unerwartet niedrigen Jahreswert erreichten. Außerdem fielen die Refinanzierungskosten des Staates im vergangenen halben Jahr nochmals kräftig. Die Umlaufrendite ging in diesem Zeitraum um mehr als einen halben Prozentpunkt auf nur noch etwa 0,2 % zurück. Auf der Einnahmeseite kam es zu höheren Aufkommen aus gewinnabhängigen Steuern. Zuletzt spielten Sondereffekte, beispielsweise bei der Kernbrennstoffsteuer und der Versicherungssteuer, eine Rolle.

24. Der Ausblick auf das Jahr 2015 fällt angesichts der starken Wirtschaftsbelebung ebenfalls besser aus. So ist ein Überschuss von 13,4 Mrd Euro zu erwarten. Dies entspricht 0,4 % des Bruttoinlandsprodukts. Im Herbst war für das Jahr 2015 noch ein Finanzierungssaldo in Höhe von -1,2 Mrd Euro prognostiziert worden. Ursächlich hierfür sind die bessere konjunkturelle Lage und erneut geringere Zinsausgaben. Die Schuldenstandsquote dürfte damit am Ende dieses Jahres bei etwa 70 % des Bruttoinlandsprodukts liegen.
25. Die Ausgaben werden im laufenden Jahr mit 3,4 % stärker steigen als im Jahr 2014. Der Anstieg geht beispielsweise auf Mehrausgaben bei den Sozialleistungen zurück. Dazu tragen sowohl die sozialen Sachleistungen als auch die monetären Sozialleistungen mit dem Rentenpaket bei (JG 2014 Ziffer 559). Die Rentenanpassungen fallen wegen der kräftigen Erhöhung der Bruttolöhne und -gehälter ebenfalls etwas höher aus als im vergangenen Jahr. Darüber hinaus dürften die staatlichen Investitionen nach dem verhaltenen Wachstum im vergangenen Jahr um 4,5 % zulegen.
26. Die Einnahmen steigen hingegen mit 3,0 % langsamer als im Jahr 2014 (3,6 %). Dies ist unter anderem auf einen niedrigeren Bundesbankgewinn im vergangenen Jahr zurückzuführen. Die Steuereinnahmen werden trotz beschleunigender Konjunktur etwas langsamer wachsen als im Vorjahr. Hier wirken unter anderem die geplante Kindergelderhöhung um 4 Euro sowie die Anhebung des Grundfreibetrags und des Kinderfreibetrags aufgrund der Ergebnisse des Existenzminimumberichts. Außerdem gab es im Jahr 2014 Sondereffekte, beispielsweise durch einen starken Anstieg bei den Selbstanzeigen. Die Sozialbeiträge werden hingegen wegen der erfreulichen Entwicklung am Arbeitsmarkt stärker zulegen als im Jahr 2014. Die Beitragssatzänderungen bei den verschiedenen Sozialversicherungen, die zu Beginn des Jahres in Kraft traten, gleichen sich weitgehend aus.
27. Die von der Bundesregierung angekündigten Mehrausgaben des Staates für zusätzliche Investitionen in Höhe von 15 Mrd Euro dürften nennenswert erst ab dem Jahr 2016 wirken. Gleiches gilt für zusätzlich veranschlagte Einnahmen in Höhe von 200 Mio Euro durch die PKW-Maut.

TABELLE 7

Einnahmen und Ausgaben des Staates¹ sowie finanzpolitische Kennziffern

	2014	Prognose für 2015			
		Aktualisierung	JG 2014/15	Aktualisierung	JG 2014/15
	Mrd Euro			Veränderung zum Vorjahr in %	
Einnahmen	1 293,8	1 332,8	(1 324,7)	3,0	(2,8)
Steuern	660,4	681,3	(677,5)	3,2	(3,2)
Sozialbeiträge	481,6	500,9	(496,6)	4,0	(3,1)
sonstige Einnahmen ³	151,8	150,5	(150,6)	- 0,8	(- 0,2)
Ausgaben	1 275,8	1 319,4	(1 325,9)	3,4	(3,5)
Vorleistungen	134,9	139,3	(139,3)	3,3	(3,4)
Arbeitnehmerentgelte	223,9	230,1	(230,3)	2,8	(2,8)
geleistete Vermögenseinkommen (Zinsen)	50,6	46,5	(50,1)	- 8,1	(- 3,9)
Subventionen	26,5	27,1	(25,8)	2,0	(2,1)
monetäre Sozialleistungen	452,2	469,8	(467,7)	3,9	(3,5)
soziale Sachleistungen	239,4	252,8	(251,7)	5,6	(5,3)
Bruttoinvestitionen	63,1	65,9	(70,3)	4,5	(4,1)
sonstige Ausgaben ⁴	85,2	87,9	(90,5)	x	x
Finanzierungssaldo	18,0	13,4	(- 1,2)	x	x
Finanzpolitische Kennziffern (%)⁵					
Staatsquote ⁶	43,9	43,9	(44,6)	x	x
Steuerquote ⁷	23,0	23,0	(23,1)	x	x
Abgabenquote ⁸	38,4	38,5	(38,6)	x	x
Finanzierungssaldo	0,6	0,4	(- 0,0)	x	x
Schuldenstandsquote ⁹	73,9	70,4	(72,0)	x	x

1 – In der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (nominale Angaben). 2 – Prognose des Sachverständigenrates. 3 – Verkäufe, empfangene sonstige Subventionen, empfangene Vermögenseinkommen, sonstige laufende Transfers, Vermögenstransfers. 4 – Sonstige laufende Transfers, Vermögenstransfers, geleistete sonstige Produktionsabgaben sowie Nettozugang an nichtproduzierten Vermögensgütern. 5 – Jeweils in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt. 6 – Gesamtstaatliche Ausgaben. 7 – Steuern einschließlich Erbschaftsteuer und Steuern an die EU. 8 – Steuern einschließlich Erbschaftsteuer, Steuern an die EU und tatsächliche Sozialbeiträge. 9 – Schulden des Staates (in der Abgrenzung gemäß dem Vertrag von Maastricht).

SVR-15-075

LITERATUR

Bloom, N. (2009), The impact of uncertainty shocks, *Econometrica* 77, 623–685.

Boeckx, J., M. Dossche und G. Peersman (2014), *Effectiveness and transmission of the ECB's balance sheet policies*, Working Paper 14/887, Universiteit Gent.

Canofari, P., G. Marini und G. Piersanti (2014), Measuring currency pressure and contagion risks in countries under monetary unions: The case of Euro, *Atlantic Economic Journal* 42, 455–469.

Gambacorta, L., B. Hofmann und G. Peersman (2014), The effectiveness of unconventional monetary policy at the zero lower bound: A cross-country analysis, *Journal of Money, Credit and Banking* 46, 615–642.

De Grauwe, P. und Y. Ji (2013), Self-fulfilling crises in the Eurozone: An empirical test, *Journal of International Money and Finance* 34, 15–36.

Klose, J. und B. Weigert (2014), Sovereign yield spreads during the Euro crisis: Fundamental factors versus redenomination risk, *International Finance* 17, 25–50.

Krugman, P. (1999), Balance sheets, the transfer problem, and financial crises, *International Tax and Public Finance* 6, 459–472.

Weale, M. und T. Wieladek (2015), *What are the macroeconomic effects of asset purchases?*, Discussion Paper No. 10495, Centre for Economic Policy Research, London.