

Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose

**Article**

## Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2014

DIW Wochenbericht

**Provided in Cooperation with:**

German Institute for Economic Research (DIW Berlin)

*Suggested Citation:* Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2014) : Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2014, DIW Wochenbericht, ISSN 1860-8787, Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), Berlin, Vol. 81, Iss. 42, pp. 1037-1120

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/104040>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

## Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2014



### Von der Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose

Deutsche Wirtschaft stagniert –  
Jetzt Wachstumskräfte stärken 1039

1. Die Lage der Weltwirtschaft 1043

2. Die Lage in der Europäischen Union 1051

3. Die wirtschaftliche Lage in Deutschland 1061

4. Mittelfristige Projektion 1082

5. Zur Wirtschaftspolitik 1088

6. Bewertung der außenwirtschaftlichen Einflüsse  
auf die deutsche Konjunktur 1100

Anhangstabellen 1110

### Interview mit Ferdinand Fichtner

»Konjunkturschwäche der deutschen Wirtschaft  
könnte länger Bestand haben« 1116

### Am aktuellen Rand Kommentar von Christian von Hirschhausen

Ein Atomkraftwerk in Hinkley Point:  
Das Ende des europäischen Binnenmarkts? 1120



DIW Berlin – Deutsches Institut  
für Wirtschaftsforschung e.V.  
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin  
T +49 30 897 89 -0  
F +49 30 897 89 -200  
81. Jahrgang  
15. Oktober 2014

**Herausgeber**

Prof. Dr. Pio Baake  
Prof. Dr. Tomaso Duso  
Dr. Ferdinand Fichtner  
Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.  
Prof. Dr. Peter Haan  
Prof. Dr. Claudia Kemfert  
Dr. Kati Krähnert  
Prof. Karsten Neuhoff, Ph.D.  
Prof. Dr. Jürgen Schupp  
Prof. Dr. C. Katharina Spieß  
Prof. Dr. Gert G. Wagner

**Chefredaktion**

Sabine Fiedler  
Dr. Kurt Geppert

**Redaktion**

Renate Bogdanovic  
Andreas Harasser  
Sebastian Kollmann  
Dr. Claudia Lambert  
Dr. Anika Rasner  
Dr. WolfPeter Schill

**Lektorat**

Die beteiligten Institute

**Textdokumentation**

Manfred Schmidt

**Pressestelle**

Renate Bogdanovic  
Tel. +49-30-89789-249  
presse@diw.de

**Vertrieb**

DIW Berlin Leserservice  
Postfach 74  
77649 Offenburg  
leserservice@diw.de  
Tel. (01806) 14 00 50 25  
20 Cent pro Anruf  
ISSN 0012-1304

**Gestaltung**

Edenspiekermann

**Satz**

eScriptum GmbH & Co KG, Berlin

**Druck**

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –  
auch auszugsweise – nur mit Quellen-  
angabe und unter Zusendung eines  
Belegexemplars an die Serviceabteilung  
Kommunikation des DIW Berlin  
(kundenservice@diw.de) zulässig.

Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.



Der DIW Wochenbericht wirft einen unabhängigen Blick auf die Wirtschaftsentwicklung in Deutschland und der Welt. Er richtet sich an die Medien sowie an Führungskräfte in Politik, Wirtschaft und Gesellschaft. Wenn Sie sich für ein Abonnement interessieren, können Sie zwischen den folgenden Optionen wählen:

**Standard-Abo:** 179,90 Euro im Jahr (inkl. MwSt. und Versand).

**Studenten-Abo:** 49,90 Euro.

**Probe-Abo:** 14,90 Euro für sechs Hefte.

Bestellungen richten Sie bitte an [leserservice@diw.de](mailto:leserservice@diw.de) oder den DIW Berlin Leserservice, Postfach 74, 77649 Offenburg; Tel. (01806) 14 00 50 25, 20 Cent/Anruf aus dem dt. Festnetz, 60 Cent maximal/Anruf aus dem Mobilnetz. Abbestellungen von Abonnements spätestens sechs Wochen vor Laufzeitende

## NEWSLETTER DES DIW BERLIN



Der DIW Newsletter liefert Ihnen wöchentlich auf Ihre Interessen zugeschnittene Informationen zu Forschungsergebnissen, Publikationen, Nachrichten und Veranstaltungen des Instituts: Wählen Sie bei der Anmeldung die Themen und Formate aus, die Sie interessieren. Ihre Auswahl können Sie jederzeit ändern, oder den Newsletter abbestellen. Nutzen Sie hierfür bitte den entsprechenden Link am Ende des Newsletters.

>> Hier Newsletter des DIW Berlin abonnieren: [www.diw.de/newsletter](http://www.diw.de/newsletter)

## RÜCKBLLENDE: IM WOCHENBERICHT VOR 50 JAHREN

## Die Wirtschaft Mitteldeutschlands im ersten Halbjahr 1964

### Allgemeine Situation

Die mitteldeutsche Wirtschaft hat sich in der ersten Jahreshälfte 1964, wenn man den bisher vorliegenden Daten folgt, ohne die großen inneren Spannungen des Vorjahres entwickelt. Die relativ hohe und über dem Planansatz für das ganze Jahr liegende Zuwachsrate des nominalen Sozialprodukts von etwa 7 vH ergab sich jedoch in sehr starkem Maße aus der niedrigen Bezugsbasis im Vorjahr, die durch die ungünstigen Witterungsverhältnisse im Wintervierteljahr stärker als saisonal üblich gemindert war. Die Leistungen der meisten Wirtschaftsbereiche haben im ersten Vierteljahr weit über den Vorjahresergebnissen gelegen. Diese Entwicklung erschwert für Mitteldeutschland wie auch für das Bundesgebiet den Nachweis des konjunkturellen Wachstumstempos in diesem Zeitabschnitt. Man wird aber mit Recht annehmen dürfen, daß die im ersten Halbjahr häufige Überschreitung der für das ganze Jahr geplanten Zuwachsraten im weiteren Jahresverlauf nicht fortgesetzt werden wird. Unter der Voraussetzung realistischer Planansätze waren diese Überschreitungen in der ersten Jahreshälfte sogar in bestimmtem Ausmaß zur Erfüllung des Jahressolls erforderlich. Daneben aber muß beachtet werden, daß sich eine Verbesserung der wirtschaftlichen Situation in Mitteldeutschland bereits vor der Jahreswende 1963/64 abzeichnen begonnen hatte, daß vor allem die Versorgung der Bevölkerung mit Nahrungsmitteln im Anschluß an die Ernte 1963 besser geworden war, daß aber auch der Zwang zur Expansion der Ausfuhren, der die Entwicklung im Jahre 1963 wegen der Verpflichtungen zur Erfüllung uneingelöster Exportzusagen und zur Abdeckung kurzfristiger äußerer Verschuldung entscheidend bestimmt hatte, im Jahre 1964 wesentlich gemildert erscheint. Hinzu kommt, daß auch die Einfuhren nach den Planansätzen – im Gegensatz zum Vorjahr – wachsen dürfen und daß damit wieder die Möglichkeit geschaffen wurde, entscheidende Engpässe bei der Bereitstellung von Produktionsmitteln durch Einfuhren zu schließen.

aus dem Wochenbericht Nr. 42 vom 16. Oktober 1964

# Deutsche Wirtschaft stagniert – Jetzt Wachstumskräfte stärken

**Von Von der Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose:**

**Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung e.V.**

**in Kooperation mit: Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung**

**ifo Institut – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München e.V.**

**in Kooperation mit: KOF Konjunkturforschungsstelle der ETH Zürich**

**Institut für Wirtschaftsforschung Halle**

**in Kooperation mit: Kiel Economics**

**Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung**

**in Kooperation mit: Institut für Höhere Studien Wienn**

Die deutsche Konjunktur hat sich abgekühlt. Das Bruttoinlandsprodukt wird in diesem Jahr voraussichtlich um 1,3 Prozent steigen. Das 68-Prozent-Prognoseintervall reicht dabei von 1,1 bis 1,5 Prozent. Vor allem die schwächere Weltkonjunktur und eine verhaltene Investitionstätigkeit im Inland dämpfen die wirtschaftliche Entwicklung. Im kommenden Jahr dürfte die Produktion um 1,2 Prozent ausgeweitet werden. Dabei spielt aber auch eine Rolle, dass das kommende Jahr mehr Arbeitstage hat; kalenderbereinigt liegt die Expansionsrate nur bei 1,0 Prozent. Wichtigste Aufgabe der Wirtschaftspolitik ist es in diesem Umfeld, jetzt die Wachstumskräfte zu stärken und günstige Rahmenbedingungen für die Investitionstätigkeit zu setzen. Ein gewisser Spielraum für eine gestaltende Finanzpolitik steht hierfür zur Verfügung.

Im Herbst 2014 expandiert die Weltproduktion weiterhin in mäßigem Tempo. Zwar setzt sich in den USA und in Großbritannien der Aufschwung fort, aber im Euroraum hat die Erholung, anders als noch im Frühjahr erwartet, nicht Tritt gefasst. Uneinheitlich ist die Konjunktur auch in den Schwellenländern. Die recht schwache weltwirtschaftliche Expansion schlug sich darin nieder, dass der Welthandel im ersten Halbjahr 2014 kaum zugelegt hat.

Die geldpolitische Ausrichtung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften hat sich entsprechend den unterschied-

lichen Konjunkturverläufen im Jahr 2014 zu differenzieren begonnen. In den USA liegt der Leitzins zwar weiter an der Nullprozentmarke. Er dürfte aber, wenn sich der Konjunkturaufschwung fortsetzt, im Frühjahr 2015 angehoben werden. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat hingegen angesichts der schwachen Konjunktur im Euroraum im September den Hauptrefinanzierungssatz auf 0,05 Prozent und den Einlagensatz auf –0,2 Prozent gesenkt. Die Durchführung gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte sowie die Ankaufprogramme für Pfandbriefe und forderungsbesicherte Wertpapiere dürften der Konjunktur im Euroraum nur geringe Impulse verleihen.

Die Finanzpolitik bleibt im Prognosezeitraum in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften restriktiv ausgerichtet, der Restriktionsgrad dürfte jedoch weiter abnehmen. In den USA wird kaum noch konsolidiert. Die Institute gehen davon aus, dass die Konsolidierungsbestrebungen in vielen Ländern des Euroraums hinter den jeweiligen Stabilitätsprogrammen zurückbleiben werden, obwohl die Zinsen auf Staatsschuldtitel niedrig sind und damit die Zinsbelastung sinkt.

Das Tempo der weltwirtschaftlichen Expansion wird im Prognosezeitraum voraussichtlich mäßig bleiben. Der Aufschwung in den USA wird sich fortsetzen. Dafür sprechen insbesondere die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingun-

gen, die allmähliche Erholung am Arbeitsmarkt und die gesunkene Verschuldung der privaten Haushalte.

Im Euroraum wird die konjunkturelle Dynamik im Prognosezeitraum weiter schwach bleiben. Die seit längerer Zeit erwartete Belebung zeichnet sich bisher nicht ab, entsprechend wurden die Prognosen schrittweise nach unten korrigiert. Da die Weltkonjunktur nur mäßig aufwärts gerichtet bleibt, sind keine wesentlichen Impulse vom Export zu erwarten. Der Konflikt mit Russland hat die Konjunkturaussichten zusätzlich eingetrübt und dürfte dazu beitragen, dass die Investitionen der Unternehmen verhalten bleiben. Auch bemühen sich die Unternehmen weiter um höhere Eigenkapitalquoten und die privaten Haushalte um eine Verbesserung ihrer Vermögenspositionen. Dies wird die Nachfrage – wenn auch in abnehmendem Maße – bis zum Ende des Prognosezeitraums dämpfen. Es gibt aber auch eine Reihe stützender Faktoren für die Konjunktur: Die Finanzpolitik wird im Prognosezeitraum voraussichtlich deutlich weniger restriktiv ausfallen als in den Vorjahren, die strukturellen Defizite gehen langsamer zurück. Die Vermögenspreise steigen in vielen Ländern wieder, und die Arbeitsmärkte stabilisieren sich. Außerdem begünstigt der gesunkene Wechselkurs die Ausfuhren.

In den rohstoffexportierenden Schwellenländern bleiben die Aussichten eingetrübt, denn die Rohstoffpreise dürften aufgrund der mäßigen Dynamik der Weltindustrieproduktion kaum steigen. In China ist zu erwarten, dass das Expansionstempo hoch bleibt, wenngleich die Raten wohl von Jahr zu Jahr etwas abnehmen dürften. Es besteht allerdings das Risiko eines plötzlichen Einbruchs, insbesondere im Immobiliensektor, der in China von besonders großer Bedeutung ist, und der in den vergangenen Jahren von einer außerordentlich hohen Kreditexpansion gestützt wurde.

Alles in allem rechnen die Institute mit einem Anstieg der Weltproduktion um 2,6 Prozent im Jahr 2014 und um 3 Prozent im Jahr 2015. Die Risiken für die Weltkonjunktur sind erheblich. Das liegt an den Problemen am Immobilienmarkt Chinas, aber auch am Konflikt Russlands mit dem Westen. Ferner könnten in den Bankbilanzen im Euroraum noch größere Risiken schlummern. Darüber wird die Prüfung der Qualität der Aktiva durch die EZB nähere Auskunft geben. Sollten Altlasten in den Bankbilanzen nicht zügig bereinigt

werden, dürften in einigen Ländern des Euroraums weiterhin angebotsseitige Kreditrestriktionen bestehen, die dann die Konjunktur auf längere Sicht dämpfen würden. Auch die niedrige Preisdynamik im Euroraum deutet auf Risiken hin. Die überraschend niedrige Inflation führt dazu, dass die realen Lasten von Altschulden höher sind als erwartet. Auch steigen die realen Finanzierungskosten von Haushalten und Unternehmen, wenn die Nominalzinsen wegen der im Euroraum bereits erreichten Nullzinsschranke nicht in gleichem Maße wie die Inflation sinken. Für den Euroraum insgesamt ist aber gegenwärtig nicht mit einem Deflationsszenario zu rechnen, solange es keine Anzeichen dafür gibt, dass sich die mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen entankern.

Die deutsche Konjunktur hat sich abgekühlt. Nach einem starken Jahresauftakt ist die Produktion im zweiten Quartal 2014 um 0,2 Prozent gegenüber dem Vorquartal gesunken. Dass die aufgrund der ungewöhnlich milden Witterung starke Dynamik am Jahresanfang nicht anhalten würde, war erwartet worden. Der Rückgang der Produktion kam allerdings unerwartet. Günstige Finanzierungsbedingungen, eine zunehmende Kapazitätsauslastung und die in Unternehmensumfragen zum Ausdruck kommende Zuversicht hatten insbesondere eine Beschleunigung der Investitionen erwarten lassen.

Eine Investitionsbelebung ist allerdings nicht eingetreten. Vielmehr hat sich die Konjunktur seit dem Frühjahr eingetrübt. Darauf deutet etwa das ifo Geschäftsklima hin, das sich seit Mai fünf Monate in Folge verschlechtert hat. Mehrere Faktoren dürften hierzu beigetragen haben. Die weltwirtschaftliche Produktion expandierte mit einem unerwartet mäßigen Tempo, insbesondere der Euroraum befindet sich nach wie vor in einer Schwächephase. Internationale Krisen wie der weiter schwelende russisch-ukrainische Konflikt und die kriegerischen Auseinandersetzungen in Syrien und im Irak trübten die wirtschaftlichen Aussichten zusätzlich ein. Aber auch die deutsche Binnennachfrage zeigt deutliche Zeichen von Schwäche. Die privaten Konsumausgaben stiegen im zweiten Quartal nur wenig, und das Konsumklima verschlechterte sich zuletzt. Die Unternehmensinvestitionen gingen im zweiten Quartal zurück, und kaum etwas spricht dafür, dass sich die Investitionszurückhaltung bald legen wird.

Vor diesem Hintergrund ist der konjunkturelle Ausblick für Deutschland verhalten. Im dritten Quartal wird die gesamtwirtschaftliche Produktion lediglich stagniert haben. Die Industrieproduktion dürfte erneut gesunken sein. Die Frühindikatoren sprechen dafür, dass die Expansion bis zum Jahresende schwach bleiben wird. So waren die Auftragseingänge im Durchschnitt der Monate Juli und August niedriger als im zweiten Quartal. Alles in allem wird das Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2014 voraussichtlich um 1,3 Prozent steigen. Das 68-Prozent-Prognoseintervall reicht dabei von 1,1 Prozent bis 1,5 Prozent. Wegen der Stagnation im zweiten Halbjahr wird die Auslastung der deutschen Wirtschaft zurückgehen, die Produktionslücke bleibt negativ.

Die konjunkturelle Schwäche hinterlässt erste Spuren auf dem Arbeitsmarkt: Der Beschäftigungsaufbau hat sich verlangsamt, und die registrierte Arbeitslosigkeit hat zuletzt geringfügig zugenommen. Die Inflationsrate ist niedrig. Im September lagen die Verbraucherpreise um 0,8 Prozent über dem Vorjahr, wozu auch externe Faktoren, wie der Rückgang der Energiepreise, beigetragen haben. Die Verbraucherpreisinflation dürfte im Jahr 2014 bei 1,0 Prozent liegen.

Die Aussichten für die Konjunktur sind auch deshalb gedämpft, weil Gegenwind von der Wirtschaftspolitik kommt. Zwar gehen von der Finanzpolitik, gemessen an den diskretionären Maßnahmen, expansive Impulse aus, doch wirken das Rentenpaket und die Einführung des flächendeckenden Mindestlohns wachstumshemmend. Auch nutzt die Bundesregierung ihren finanziellen Spielraum zu wenig für investive Zwecke. All dies wirkt sich wohl negativ auf die private Investitionsneigung aus. Dass die Bundesregierung der Konsolidierung des Staatshaushaltes eine herausgehobene Bedeutung zukommen lässt, ist zu begrüßen. Angesichts erwarteter öffentlicher Finanzierungsüberschüsse in Höhe von 0,3 Prozent und 0,1 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt für die Jahre 2014 und 2015 wäre eine Minderung der Abgabenbelastung allerdings durchaus möglich.

Die Geldpolitik ist zwar nach wie vor bemüht, stimulierend auf die Konjunktur im Euroraum zu wirken. In Deutschland sind dadurch die Zinsen sehr niedrig. Allerdings dürften

die jüngst beschlossenen Maßnahmen kaum zusätzliche Impulse für die Realwirtschaft entfalten.

Trotz der leicht expansiven Finanzpolitik und der weiterhin niedrigen Zinsen dürfte die deutsche Wirtschaft auch im kommenden Jahr deutlich unterausgelastet sein. Der Produktionsanstieg im Jahr 2015 wird wohl geringer ausfallen als bisher erwartet; die Institute prognostizieren, dass das Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2015 um 1,2 Prozent zunehmen wird; kalenderbereinigt entspricht dies nur einem Anstieg um 1,0 Prozent. Das 68-Prozent Prognoseintervall reicht von -0,3 bis 2,7 Prozent.

Die Exporte dürften dabei nur verhalten und langsamer als die Einfuhren zunehmen, so dass die Außenwirtschaft rechnerisch einen leicht negativen Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Expansion beisteuert. Der Anstieg der Inlandsnachfrage wird sich im Verlauf des kommenden Jahres zwar etwas beschleunigen, aufgrund der ungünstigeren Absatzperspektiven dürften die Ausgaben der Unternehmen für Ausrüstungen und Bauten aber nur allmählich ausgeweitet werden. Hinzu kommt, dass der flächendeckende Mindestlohn zwar trotz zu erwartender negativer Beschäftigungseffekte die Lohnsumme erhöhen, aber die Unternehmensgewinne senken wird. Per Saldo dürfte die reale gesamtwirtschaftliche Nachfrage vom Mindestlohn wohl nicht stimuliert werden. Zum Teil wird der durch den Mindestlohn induzierte Kostenanstieg auf die Preise überwältigt werden. Die Verbraucherpreise werden im Jahr 2015 wohl um 1,4 Prozent steigen; davon dürften 0,2 Prozentpunkte auf den Mindestlohn zurückgehen. Die Zahl der Arbeitslosen wird im Jahresdurchschnitt leicht um 56 000 Personen steigen, die Arbeitslosenquote wird im Jahr 2015 wohl 6,8 Prozent betragen.

Nach der hier vorgelegten Prognose kommt die Investitionskonjunktur nur schleppend in Schwung. Offenbar wiegen aus Sicht der Unternehmen unsichere Absatzsichten und der Gegenwind von der Wirtschaftspolitik schwerer als die günstigen Finanzierungsbedingungen. Allem Anschein nach sind die binnenwirtschaftlichen Auftriebskräfte in Deutschland zu schwach, um die Wirkungen des sich verschlechternden außenwirtschaftlichen Umfeldes auszugleichen. Darauf weisen die Ergebnisse der Analyse des Schwerpunktthemas hin, die im abschließenden Kapitel dieses Gutachtens vorgelegt werden.

Wichtigste Aufgabe der Wirtschaftspolitik ist es in diesem Umfeld, jetzt die Wachstumskräfte zu stärken und günstige Rahmenbedingungen für die Investitionstätigkeit zu setzen. Ein gewisser Spielraum für eine gestaltende Finanzpolitik steht hierfür zur Verfügung. Auf der Einnahmenseite sollte dieser dazu genutzt werden, das Steuersystem investitions- und wachstumsfreundlich zu gestalten, insbesondere durch

eine Senkung der Abgabenbelastung. Auf der Ausgabenseite sollten die Ausgaben der öffentlichen Hand in solchen Bereichen, die potentiell das Wachstum erhöhen – also Ausgaben in Sach- und Humankapital –, ausgeweitet werden. Dabei ist allerdings davor zu warnen, die Mittel nach dem Gießkannenprinzip oder nach Länderproporz zu verteilen. Stattdessen müssen Effizienzgesichtspunkte leitend sein.

# 1. Die Lage der Weltwirtschaft

## Überblick

Im Herbst 2014 expandiert die Weltproduktion weiterhin in mäßigem Tempo. Zwar setzt sich in den USA und in Großbritannien der Aufschwung fort, aber im Euroraum hat die Erholung anders als noch im Frühjahr erwartet nicht Tritt gefasst. Uneinheitlich ist die Konjunktur auch in den Schwellenländern: In Indien hat sie an Kraft gewonnen, und auch in China verstärkte sich das Expansionstempo im zweiten Quartal. Dort scheint es zuletzt aber wieder nachzugeben. In Russland bleibt die Konjunktur schwach, während Brasilien sogar in eine Rezession gefallen ist.

In der ersten Jahreshälfte hatten Sonderfaktoren die Weltproduktion gedämpft. So führte in den USA der harte Winter zu Jahresanfang zu einem Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion, und in Japan fiel die Nachfrage vom ersten zum zweiten Quartal deutlich ab, weil im April die Mehrwertsteuer erhöht wurde. Die recht schwache weltwirtschaftliche Expansion schlug sich auch im Welthandel nieder, der im ersten Halbjahr 2014 kaum zugelegt hat. Mäßig war vor allem die Importnachfrage aus den Schwellenländern in Asien, Osteuropa und Lateinamerika. Dies dürfte zum Teil auf Währungsabwertungen und Leitzinserhöhungen im Vorjahr zurückgehen, welche auf durch die angekündigte Wende in der US-Geldpolitik ausgelösten Kapitalabflüsse folgten. Seit dem Frühjahr hat die Lage sich aber wieder beruhigt, und die Schwellenländer verzeichnen wieder Kapitalzuflüsse.

Generell sind die Bedingungen auf den Finanzmärkten im Herbst 2014 für die Entwicklung der Weltkonjunktur günstig. So sind die Renditeaufschläge bei Schuldnern geringerer Bonität niedrig und die Bewertungen von Aktien, etwa gemessen an ihren Kurs-Gewinn-Verhältnissen, hoch. Auch die an den Börsen erwartete Volatilität der Kurse ist gering. Diese und auch andere Risikoindikatoren haben im bisherigen Jahresverlauf nur wenig auf den Konflikt Russlands mit dem Westen und kaum auf die islamistische Bedrohung in Syrien und dem Irak reagiert. Angesichts der bald schon sechs Jahre dauernden hohen Liquiditätszufuhr und niedriger Zinsen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften befinden sich viele Anleger auf der Suche nach rentablen Anlagen.

## Geldpolitische Wende im angelsächsischen Raum eingeleitet

Die geldpolitische Ausrichtung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften hat sich entsprechend den unterschiedlichen Konjunkturverläufen im Jahr 2014 zu differenzieren begonnen. In den USA wurde aufgrund der konjunkturellen Erholung das Ankaufprogramm für Wertpapiere schrittweise reduziert; es dürfte bis zum Jahresende auslaufen. Allerdings liegt der Leitzins weiter an der Nullprozentmarke. Er dürfte aber, wenn sich der Konjunkturaufschwung fortsetzt, im Frühjahr 2015 angehoben werden. Die Bank von England hat bereits seit Juli 2012 das Volumen der angekauften Wertpapiere nicht mehr erhöht. Der Leitzinssatz liegt weiterhin bei 0,5 Prozent, wird jedoch im ersten Halbjahr 2015 voraussichtlich ebenfalls angehoben.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat hingegen angesichts der schwachen Konjunktur im Euroraum im September den Hauptrefinanzierungssatz auf 0,05 Prozent und den Einlagensatz auf -0,2 Prozent gesenkt. Die unbeschränkte Zuteilung von Liquidität wurde bis Jahresende 2016 verlängert. Darüber hinaus wurde bereits im Juni die Durchführung gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (targeted longer-term refinancing operations, TLTRO) beschlossen. Im Oktober starten zudem Ankaufprogramme für Pfandbriefe und forderungsbesicherte Wertpapiere. Die beschriebenen Maßnahmen dürften allerdings der Konjunktur im Euroraum, wenn überhaupt, dann nur geringe Impulse verleihen. In Japan setzt die Zentralbank ihre Ankäufe von Wertpapieren fort. Durch eine massive Ausweitung der Geldbasis will sie ihr zu Beginn des Vorjahres gesetztes Ziel erreichen, die Inflation innerhalb von zwei Jahren auf 2 Prozent zu heben. Der Leitzinssatz dürfte in Japan wie auch im Euroraum während des gesamten Prognosezeitraums an der Nullprozentmarke bleiben.

## Finanzpolitik weniger restriktiv

Die Finanzpolitik bleibt im Prognosezeitraum in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften restriktiv ausgerichtet, der Restriktionsgrad dürfte jedoch weiter abnehmen. In den USA wird kaum noch konsolidiert. Die geplanten automatischen Ausgabenkürzungen im

Bundeshaushalt für die Fiskaljahre 2014 und 2015 wurden schon Ende des Jahres 2013 etwas entschärft, und die Bundesstaaten weiten ihre Ausgaben wieder deutlicher aus. Aufgrund der bisherigen Konsolidierungsfortschritte, der revisionsbedingten Erhöhung des Bruttoinlandsprodukts und der guten Konjunktur dürfte die Defizitquote des Bundes im Fiskaljahr 2014 auf drei Prozent sinken.

Im Euroraum nimmt der Restriktionsgrad der Finanzpolitik in den Jahren 2014 und 2015 gegenüber den Vorjahren ab. Die Institute gehen davon aus, dass die tatsächlichen Konsolidierungsbestrebungen in vielen Ländern hinter den jeweiligen Stabilitätsprogrammen zurückbleiben werden, obwohl die Zinsen auf Staatsschuldtitel niedrig sind und damit die Zinsbelastung sinkt. Denn die Konjunktur ist in den meisten Ländern schwächer als vermutet, weshalb der politische Druck zunimmt, den Stabilitäts- und Wachstumspakt nicht einzuhalten.

In Japan wurde im April dieses Jahres die Mehrwertsteuer von 5 Prozent auf 8 Prozent erhöht. Die daraus resultierenden dämpfenden Effekte wurden durch ein Konjunkturpaket abgeschwächt. Eine weitere Erhöhung der Mehrwertsteuer auf 10 Prozent ist für Oktober 2015 geplant, die Durchführung dieser Maßnahme wird aber von der weiteren Wirtschaftsentwicklung abhängig gemacht.

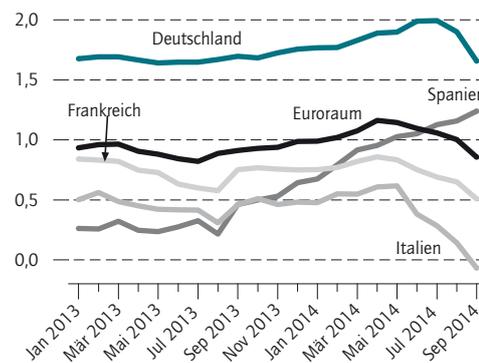
**Ausblick**

Das Tempo der weltwirtschaftlichen Expansion wird im Prognosezeitraum voraussichtlich mäßig bleiben. In den USA und in Großbritannien wird sich der Aufschwung fortsetzen, aber im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums etwas an Fahrt verlieren. Im Euroraum dürfte die Konjunktur erst im Laufe des Jahres 2015 etwas an Kraft gewinnen. In den Schwellenländern liegen die Zuwachsraten zwar weiterhin deutlich über den in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, jedoch bleibt das Expansionstempo im langfristigen Vergleich eher schwach.

Der Aufschwung in den USA wird sich fortsetzen. Dafür sprechen insbesondere die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen, die allmähliche Erholung am Arbeitsmarkt und die gesunkene Verschuldung der privaten Haushalte. Dies alles stützt die private Inlandsnachfrage, welche im Prognosezeitraum den wesentlichen Konjunkturtrieb darstellen dürfte. In Japan wird das Expansionstempo der Wirtschaft voraussichtlich moderat ausfallen: Zwar bleibt die Geldpolitik expansiv und die deutliche Abwertung des Yen im Lauf des Jahres 2013 dürfte den Export auch noch im Prognosezeitraum stützen. Die hohe Beschäftigung deutet allerdings darauf hin, dass die japanische Wirtschaft schon jetzt nahezu voll ausgelastet ist. Eine Verbesse-

Abbildung 1

**Revisionen der Prognosen<sup>1</sup> für den Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 2014 für den Euroraum und ausgewählte Mitgliedsländer**  
Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent



<sup>1</sup> Mittelwert der Angaben der von Consensus Economics monatlich befragten Prognostiker.

Quelle: Consensus Economics.

© GD Herbst 2014

rung der Wachstumsperspektiven bedürfte struktureller Reformen, deren baldige Umsetzung sich gegenwärtig aber nicht abzeichnet.

Im Euroraum wird die konjunkturelle Dynamik im Prognosezeitraum weiter schwach bleiben. Die seit längerer Zeit erwartete Belebung zeichnet sich bisher nicht ab, entsprechend wurden die Prognosen schrittweise nach unten korrigiert (Abbildung 1.). Zwar war die Abflachung der Konjunktur im zweiten Quartal teilweise witterungsbedingten Sondereffekten geschuldet, die aktuellen Indizes für das Verbraucher- und Unternehmensvertrauen lassen jedoch auf eine geringe Expansion der gesamtwirtschaftlichen Produktion in der zweiten Jahreshälfte schließen. Da die Weltkonjunktur nur mäßig aufwärts gerichtet bleibt, sind keine wesentlichen Impulse auf den Export zu erwarten. Der Konflikt mit Russland hat die Konjunkturaussichten ein Stück weit eingetrübt und dürfte dazu beitragen, dass die Investitionsnachfrage der Unternehmen verhalten bleibt. Auch bemühen sich die Unternehmen weiter um höhere Eigenkapitalquoten und die privaten Haushalte um eine Verbesserung ihrer Vermögenspositionen. Dies wird die Nachfrage – wenn auch in abnehmendem Maße – bis zum Ende des Prognosezeitraums dämpfen. Besonders in Frankreich und Italien sind die Indikatoren für die wirtschaftliche Zuversicht niedrig. Anscheinend leidet dort das Vertrauen der Unternehmen darunter, dass die Politik die strukturellen Probleme nicht entschieden angeht.

Es gibt aber auch eine Reihe stützender Faktoren für die Konjunktur: Die Finanzpolitik wird im Prognosezeit-

Tabelle 1

**Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in der Welt**

	Gewicht (BIP) in Prozent	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in Prozent								
		2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
<b>Europa</b>	<b>31,6</b>	<b>0,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,7</b>	-	-	-
EU 28	26,6	0,1	1,3	1,4	1,5	0,7	1,0	10,8	10,3	9,9
Schweiz	1,0	1,9	1,4	2,0	0,1	0,1	0,5	4,1	4,4	3,9
Norwegen	0,8	0,6	1,9	2,1	2,0	2,0	2,1	3,5	3,3	3,2
Russland	3,2	1,2	0,5	0,8	6,8	7,5	7,3	-	-	-
<b>Amerika</b>	<b>36,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,9</b>	-	-	-	-	-	-
USA	25,9	2,2	2,2	3,2	1,5	1,7	2,0	7,4	6,3	5,8
Kanada	2,9	2,0	2,3	2,5	0,9	2,0	1,9	7,1	7,0	6,8
Lateinamerika <sup>1</sup>	7,8	2,4	1,4	2,2	-	-	-	-	-	-
<b>Asien</b>	<b>31,8</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>4,6</b>	-	-	-	-	-	-
Japan	9,5	1,5	1,0	1,1	0,4	2,8	1,8	4,0	3,7	3,6
China ohne Hongkong	13,1	7,7	7,4	7,1	-	-	-	-	-	-
Südkorea	1,8	3,0	3,5	3,6	1,3	1,5	2,2	3,1	3,2	3,1
Indien	2,9	4,7	5,9	6,0	-	-	-	-	-	-
Ostasien ohne China <sup>2</sup>	4,5	4,3	3,9	4,6	-	-	-	-	-	-
<b>Insgesamt<sup>3</sup></b>	<b>100,0</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>	-	-	-	-	-	-
Fortgeschrittene Volkswirtschaften <sup>4</sup>	70,0	1,3	1,7	2,2	1,3	1,6	1,7	8,0	7,6	7,2
Schwellenländer <sup>5</sup>	30,0	5,1	4,7	4,8	-	-	-	-	-	-
<i>Nachrichtlich:</i>										
Exportgewichtet <sup>6</sup>	100,0	1,3	2,0	2,2	-	-	-	-	-	-
Nach dem Messkonzept des IWF <sup>7</sup>	100,0	3,2	3,4	3,7	-	-	-	-	-	-
Welthandel	-	2,8	2,9	4,3	-	-	-	-	-	-

1 Gewichteter Durchschnitt aus Brasilien, Mexiko, Argentinien, Venezuela, Kolumbien, Chile. Gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2012 in US-Dollar.  
 2 Gewichteter Durchschnitt aus Indonesien, Taiwan (Provinz Chinas), Thailand, Malaysia, Singapur, Philippinen, Hongkong (Sonderverwaltungszone Chinas). Gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2012 in US-Dollar.  
 3 Summe der aufgeführten Ländergruppen. Gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2012 in US-Dollar.  
 4 EU 28, Schweiz, Norwegen, USA, Kanada, Japan, Südkorea, Taiwan, Hongkong, Singapur.  
 5 Russland, China ohne Hongkong, Indien, Indonesien, Thailand, Malaysia, Philippinen, Lateinamerika.  
 6 Summe der aufgeführten Länder. Gewichtet mit den Anteilen an der deutschen Ausfuhr 2012.  
 7 Gewichtet nach Kaufkraftparitäten und hochgerechnet auf den Länderkreis des IWF (Word Economic Outlook, September 2013).

Quellen: OECD; IWF; Berechnungen der Institute; 2014 und 2015: Prognose der Institute.

raum voraussichtlich deutlich weniger restriktiv ausfallen als in den Vorjahren, die strukturellen Defizite gehen langsamer zurück. Die Vermögenspreise steigen in vielen Ländern wieder, und die Arbeitsmärkte stabilisieren sich. Außerdem begünstigt der gesunkene Wechselkurs die Ausfuhren.

In den rohstoffexportierenden Schwellenländern bleiben die Aussichten eingetrübt, denn die Rohstoffpreise dürften aufgrund der mäßigen Dynamik der Weltindustrieproduktion kaum steigen. Bemerkenswert ist die jüngste Entwicklung des Ölpreises: Obwohl mit Russland und dem arabischen Raum wichtige Ölfördergebiete von schweren Konflikten betroffen sind, liegt der Ölpreis (Brent) Anfang Oktober mit 95 Dollar pro Barrel (Brent) um mehr als 10 Prozent tiefer als zu Jahresanfang. Eine wichtige Ursache dafür ist neben der eher schwachen Nachfrage wohl auch die Ausweitung des Ölangebots durch *fracking* in den USA. Auf der anderen Seite profitieren die Abnehmerländer von niedrigeren Preisen. Zudem wirkt die nun schon dreijährige Stabilität der Rohstoff- und Energiepreise günstig auf die Weltkonjunktur.

In China hat die Regierung die Konjunktur seit dem Frühjahr mit einer Reihe von Maßnahmen unterstützt. Es ist zu erwarten, dass das Expansionstempo hoch bleibt, wenngleich die Raten wohl von Jahr zu Jahr etwas abnehmen dürften.<sup>1</sup> Es besteht allerdings das Risiko eines plötzlichen Einbruchs, insbesondere im Immobiliensektor, der in China von besonders großer Bedeutung ist, und der in den vergangenen Jahren von einer außerordentlich hohen Kreditexpansion gestützt wurde. Im Laufe des Jahres 2014 haben die Häuserpreise begonnen zurückzugehen. Trotz hinreichendem finanz- und geldpolitischem Spielraum ist nicht ausgeschlossen, dass die chinesische Führung einer harten Landung adäquat entgegen wirken kann.

Alles in allem rechnen die Institute mit einem Anstieg der Weltproduktion um 2,6 Prozent im Jahr 2014 und 3 Prozent 2015 (Tabelle 1). Dies entspricht einer Abwärtsrevision um 0,3 bzw. 0,1 Prozentpunkte im Ver-

<sup>1</sup> Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2014), Deutsche Konjunktur im Aufschwung – aber Gegenwind von der Wirtschaftspolitik, Gemeinschaftsdiagnose Frühjahr 2014, Halle, S. 21.

gleich zum Frühjahrsgutachten 2014. Diese Zahlen ergeben sich für den in der Gemeinschaftsdiagnose berichteten Länderkreis auf der Basis von Marktwechsellkursen. Bei einer Gewichtung mit Kaufkraftparitäten und Hochrechnung auf den Länderkreis des IWF ergeben sich Zuwächse von 3,4 Prozent und 3,7 Prozent. Die moderate Beschleunigung der Weltkonjunktur dürfte zu einer Ausweitung des Welthandels führen, die deutlich geringer ist, als aufgrund der Erfahrungen der vergangenen Jahrzehnte zu erwarten wäre.<sup>2</sup> Der Welthandel nimmt mit Raten von 2,9 Prozent und 4,3 Prozent zu.

### Konjunkturrisiken haben zugenommen

Die Risiken für die Weltkonjunktur sind erheblich. Das liegt an den oben angesprochenen Problemen am Immobilienmarkt Chinas, der weltweit zweitgrößten Volkswirtschaft, aber auch am Konflikt Russlands mit dem Westen. Die militärische Konfrontation im Osten der Ukraine und die internationalen Sanktionen gegen Russland belasten die Wirtschaftsbeziehungen der Europäischen Union mit Russland. Zwar nehmen die Ausfuhren nach Russland in den meisten Ländern der Europäischen Union nur einen geringen Anteil an den Gesamtexporten ein, der Konflikt hatte jedoch über die Eintrübung der Erwartungen von Unternehmen und Verbrauchern bereits eine dämpfende Wirkung auf die Konjunktur. Die Möglichkeit einer Unterbrechung der Gas- und Ölimporte aus Russland stellt ein erhebliches Konjunkturrisiko dar, denn über die Energielieferungen sind die Volkswirtschaften Russlands und der Europäischen Union voneinander abhängig (vgl. Kapitel 6).

Die niedrige Preisdynamik im Euroraum deutet auf weitere Risiken hin. Die überraschend niedrige Inflation führt dazu, dass die realen Lasten von Altschulden höher sind als erwartet. Auch steigen die realen Finanzierungskosten von Haushalten und Unternehmen, wenn die Nominalzinsen wegen der im Euroraum bereits erreichten Nullzinsschranke nicht in gleichem Maße wie die Inflation sinken. Eine Fortsetzung dieser Abschwächung würde im schlimmsten Fall dazu führen, dass die gegenwärtige Disinflation in eine Deflation übergeht, die von Haushalten und Unternehmen als dauerhaft angesehen wird. In etlichen Mitgliedsländern stagnieren die Preise oder sinken bereits. Für den Euroraum insgesamt ist aber gegenwärtig nicht mit einem Deflationsszenario zu rechnen, solange es keine Anzeichen dafür gibt, dass sich die mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen entankern.

Der starke Anstieg der Vermögenspreise in einigen Ländern stützt zwar gegenwärtig die Konjunktur, er stellt aber zugleich ein schwer zu beurteilendes Risiko dar. Die Aktienindizes der wichtigsten Börsen sind wieder kräftig gestiegen, und die Kurs-Gewinn-Verhältnisse sind im historischen Vergleich recht hoch. Auch die Immobilienpreise ziehen in mehreren Ländern wieder deutlich an. Eine Korrektur der Preisentwicklungen auf den Aktien- und Immobilienmärkten ist nicht auszuschließen: Geopolitische Krisen oder ein mögliches Wiederaufflackern der Krise in der Europäischen Währungsunion können die Vermögenspreise rasch fallen lassen. Dies könnte die Konjunkturerholung stoppen. Sollten solche Kurskorrekturen stark ausfallen und weltweit stattfinden, ist mit einer deutlichen Belastung der Weltkonjunktur zu rechnen.

### USA weiter im Aufschwung

In den USA war die gesamtwirtschaftliche Produktion im ersten Vierteljahr witterungsbedingt um 0,5 Prozent geschrumpft. Im zweiten Quartal kam es allerdings zu beträchtlichen Nachholeffekten und die Produktion nahm gegenüber dem Vorquartal um 1,1 Prozent zu. Die privaten Haushalte weiteten ihre Konsumnachfrage um 0,6 Prozent aus (nach 0,3 Prozent im Vorquartal), und die Nachfrage der öffentlichen Hand trug anders als in den Vorquartalen positiv zum Anstieg des Bruttoinlandsprodukts bei. Vor allem aber expandierten die privaten Bruttoanlageinvestitionen nach der Stagnation im ersten Quartal wieder recht kräftig; die Ausrüstungsinvestitionen legten um 2,7 Prozent zu, und der Anstieg der gewerblichen Bauinvestitionen beschleunigte sich merklich auf 3 Prozent. Hinzu kam, dass die Unternehmen ihre Lagerbestände im zweiten Quartal wieder deutlich stärker ausgeweitet haben, so dass nach einem kräftigen negativen Wachstumsimpuls im ersten Quartal zuletzt ein starker positiver Impuls von der Lagerhaltung ausging. Zusätzlich zogen die Exporte im zweiten Quartal mit einem Plus von knapp 2,7 Prozent gegenüber dem Vorquartal kräftig an, nachdem sie zu Jahresbeginn stark eingebrochen waren.

Die um Sondereffekte bereinigte konjunkturelle Grundtendenz impliziert ein kräftiges Expansionstempo. Dies dürfte im dritten Quartal anhalten, was beispielsweise die Industrieproduktion, die Auftragseingänge und die jüngsten monatlichen Angaben über die privaten Konsumausgaben anzeigen. Darüber hinaus lag der Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe im September mit 57,9 auf dem höchsten Wert seit dem Frühjahr 2010, und das von der Universität von Michigan veröffentlichte Konsumentenvertrauen erreichte im September sogar den höchsten Wert seit 2007. Zudem deuten Außenhandelsdaten auf einen hohen positiven Expansionsbeitrag der Außenwirtschaft hin. Insgesamt

<sup>2</sup> Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2014), a. a. O., S. 11.

legen die Indikatoren nahe, dass die US-Produktion im dritten Jahresviertel um 0,7 Prozent zugelegt hat.

Derweil gehen vom Immobilienmarkt gemischte Signale aus. In der ersten Jahreshälfte 2014 haben sich die Nachfrage nach Hypothekenkrediten, die Immobilienpreise sowie die Zahl der Baubeginne von Einfamilienhäusern im Vergleich zum Vorjahr nur sehr schwach entwickelt. Unter anderem dürfte hierfür der Anstieg der Hypothekenzinsen seit der Jahresmitte 2013 maßgeblich gewesen sein. Allerdings liegt das Niveau der Neubautätigkeit aktuell immer noch weit unter dem historischen Durchschnitt, so dass die Nachfrage nach neu geschaffenen Wohnimmobilien in den nächsten Quartalen wieder beschleunigt ausgeweitet werden dürfte.

Im Einklang mit der günstigen gesamtwirtschaftlichen Grundtendenz setzt sich auch der Beschäftigungsaufbau in den USA fort. Die Zahl der Stellen legte von März bis August im Durchschnitt um 226 000 zu. Die Arbeitslosenquote verringerte sich von 6,7 Prozent im März auf zuletzt 6,1 Prozent (August). Dabei scheint sich die Partizipationsquote, die seit dem Ausbruch der Großen Rezession um drei Prozentpunkte gesunken war, stabilisiert zu haben; sie schwankt seit einem Jahr um 63 Prozent. Schätzungen deuten darauf hin, dass  $\frac{1}{4}$  bis 1 Prozentpunkt des Rückgangs konjunkturell bedingt ist.<sup>3</sup> In diese Richtung weist auch die Zahl von 800 000 Personen, die aktuell laut *Current Population Survey* aus konjunkturellen Gründen dem Arbeitsmarkt vorübergehend nicht zur Verfügung stehen. Getrübt wird das Bild am Arbeitsmarkt aber von der hohen Anzahl der Arbeitnehmer (gut 7 Millionen), die aufgrund der Konjunkturlage nur in Teilzeit arbeiten, sowie von den zuletzt knapp 3 Millionen Langzeitarbeitslosen. Nicht zuletzt diesen Faktoren dürfte der weiterhin moderate Lohnauftrieb geschuldet sein; die im Privatsektor gezahlten Stundenlöhne stiegen in den sechs Monaten bis August mit einer laufenden Jahresrate von gut 2 Prozent.

Vor diesem Hintergrund hat die US-Notenbank ihre expansive Ausrichtung beibehalten, wobei sie aufgrund der fortschreitenden Konjunkturerholung die Maßnahmen zur quantitativen Lockerung zurückfährt. Der Offenmarktausschuss des Federal Reserve Boards kündigte zuletzt an, die monatlichen Wertpapierkäufe ab Oktober um weitere 10 Milliarden US-Dollar zu drosseln und nur mehr Titel im Umfang von 15 Milliarden US-Dollar zu erwerben.<sup>4</sup> Zusätzlich bekräftigte die Zentral-

bank abermals, dass sie beabsichtigt, die Federal Funds Rate noch für geraume Zeit in einem Zielkorridor von 0 bis  $\frac{1}{4}$  Prozent zu halten. Die Institute rechnen damit, dass die US-Notenbank die Käufe festverzinslicher Wertpapiere bis zum Jahresende 2014 ganz einstellen wird. Die Federal Funds Rate wird voraussichtlich im ersten Halbjahr 2015 erstmals wieder erhöht werden. Insgesamt wird der Expansionsgrad der Geldpolitik bis Ende 2015 zwar deutlich abnehmen; das voraussichtliche Leitziinsniveau von 1 Prozent Ende 2015 wird die Konjunktur aber immer noch stimulieren.

Nachdem die Finanzpolitik im Winterhalbjahr noch einmal etwas bremste, ist sie aktuell neutral ausgerichtet und wird dies über den gesamten Prognosezeitraum bleiben. Die Nachfrage der öffentlichen Hand trug im zweiten Quartal sogar wieder merklich zum Anstieg des Bruttoinlandsprodukts bei. Die deutliche Konsolidierung der öffentlichen Haushalte auf der Ausgabe Seite in den vergangenen zwei Jahren sowie der konjunkturell bedingte Anstieg der Steuereinnahmen haben zu einer spürbaren Reduktion des Budgetdefizits geführt;<sup>5</sup> für die Fiskaljahre 2014 und 2015 wird das Defizit des Bundes voraussichtlich 3 Prozent bzw. 2,7 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt betragen. Der Rückgang des gesamtstaatlichen Defizits dürfte ähnlich groß sein. Der Abbau des Haushaltsfehlbetrages ist auf die sich bessernde Konjunkturlage zurückzuführen, das strukturelle Defizit ändert sich nicht.

Insgesamt ist über den Prognosezeitraum mit einem robusten Aufschwung zu rechnen (Abbildung 2). So werden wieder merkliche Impulse von der öffentlichen Nachfrage ausgehen. Der private Konsum dürfte nach einem schwachen Anstieg im dritten Quartal 2014 aufgrund des gestiegenen Nettovermögens,<sup>6</sup> der damit einhergehenden geringeren Notwendigkeit zum Schuldenabbau und der anhaltenden Aufhellung am Arbeitsmarkt bis Ende 2015 kräftig zulegen. Schließlich dürften die immer noch günstigen Finanzierungsbedingungen sowie die knapper werdenden Kapazitäten in den einzelnen Sektoren eine kräftige Ausweitung der Unternehmensinvestitionen

<sup>5</sup> Nicht zuletzt aufgrund des gesunkenen Konsolidierungsdrucks rechnen die Institute damit, dass im kommenden Jahr keine nennenswerte Unsicherheit über den Kurs der Finanzpolitik aufkommen wird, weil sich die Kongressparteien zügig auf den nächsten Bundeshaushalt und eine Anhebung der Schuldenobergrenze einigen dürften. Letztere wird voraussichtlich im ersten Halbjahr 2015 notwendig, weil der im vergangenen Jahr erzielte Haushaltskompromiss nur eine moderate Erhöhung der Schuldenobergrenze beinhaltet.

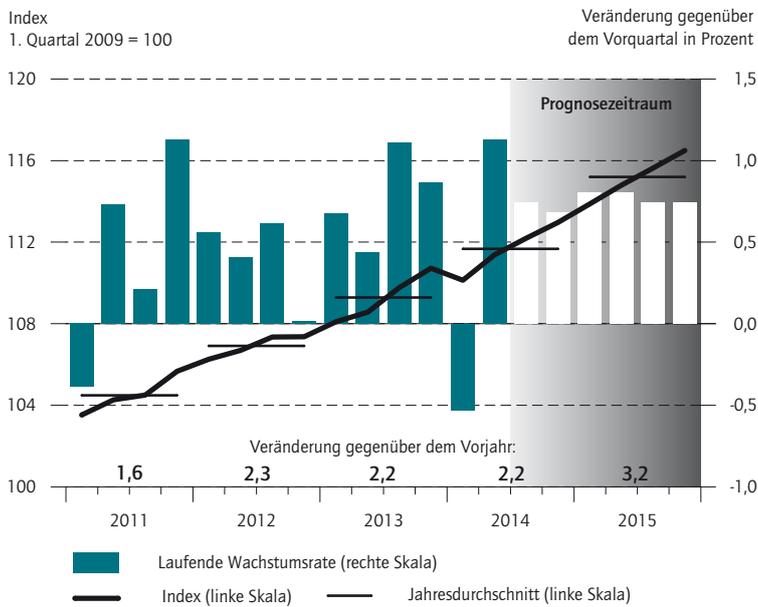
<sup>6</sup> Das Nettovermögen der privaten Haushalte erreichte im zweiten Quartal mit 81,5 Billionen USD oder 470 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt sowohl absolut als auch relativ einen neuen Höchstwert. Dazu trugen vor allem der gestiegene Wert der Unternehmensbeteiligungen, aber auch eine Erhöhung des Immobilienvermögens sowie eine leichte Reduzierung der Hypothekerverbindlichkeiten bei.

<sup>3</sup> Vgl. dazu Aaronson, S. et al. (2014), Labor Force Participation: Recent Developments and Future Prospects, Finance and Economics Discussion Series, 2014-64.

<sup>4</sup> Die Verringerung des Volumens betrifft gleichermaßen den Ankauf hypothekarisch besicherter Wertpapiere (in Zukunft 5 Milliarden US-Dollar) und den Erwerb von US-Staatsanleihen (10 Milliarden US-Dollar).

Abbildung 2

**Reales Bruttoinlandsprodukt in den USA**  
Saisonbereinigter Verlauf



Quellen: Bureau of Economic Analysis; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2014: Prognose der Institute

© GD Herbst 2014

stützen. Insgesamt dürfte sich die Konjunktur bis zur ersten Jahreshälfte 2015 beschleunigen und sich danach vor dem Hintergrund der weniger expansiv werdenden Geldpolitik sowie der geringeren Produktionslücke leicht abschwächen.

Alles in allem rechnen die Institute mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts von 2,2 Prozent im laufenden Jahr und einer Beschleunigung auf 3,2 Prozent im Jahr 2015 (Tabelle 2). Als Folge der anziehenden Konjunktur dürfte die Arbeitslosenquote weiter zurückgehen, allerdings langsamer als zuletzt; im Jahresdurchschnitt prognostizieren die Institute eine Arbeitslosenquote von 6,3 Prozent im laufenden und von 5,8 Prozent im kommenden Jahr. Aufgrund der immer noch negativen Produktionslücke und der großen stillen Reserve am Arbeitsmarkt dürfte die Preisdynamik vorerst moderat bleiben. In diesem Jahr wird die Inflationsrate, nicht zuletzt aufgrund des jüngsten Rückgangs der Energiepreise, voraussichtlich nur 1,7 Prozent betragen. Vor dem Hintergrund der annahmegemäß leicht steigenden Energiepreise, besser ausgelasteter Kapazitäten und eines beschleunigten Lohnauftriebs wird sich der Preisauftrieb im Jahr 2015 wohl leicht auf 2 Prozent erhöhen.

Tabelle 2

**Eckdaten zur Wirtschaftsentwicklung in den USA**

	2013	2014	2015
<b>Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent</b>			
Reales Bruttoinlandsprodukt	2,2	2,2	3,2
Privater Konsum	2,4	2,2	2,6
Staatskonsum und -investitionen	-2,0	-0,5	1,0
Private Anlageinvestitionen	4,7	5,4	7,4
Vorratsänderungen <sup>1</sup>	0,1	0,1	0,0
Inländische Verwendung	1,9	2,3	3,1
Exporte	3,0	3,6	5,4
Importe	1,1	4,0	4,6
Außenbeitrag <sup>1</sup>	0,2	-0,2	0,0
Verbraucherpreise	1,5	1,7	2,0
<b>In Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts</b>			
Budgetsaldo <sup>2</sup>	-4,1	-3,0	-2,7
Leistungsbilanzsaldo	-2,3	-2,3	-2,3
<b>In Prozent der Erwerbspersonen</b>			
Arbeitslosenquote	7,4	6,3	5,8

<sup>1</sup> Wachstumsbeitrag.

<sup>2</sup> Budget des Bundes, Fiskaljahr.

Quellen: Bureau of Economic Analysis; Bureau of Labor Statistics; 2014 und 2015: Prognose der Institute.

© GD Herbst 2014

**Zunehmende Belastungen für die Konjunktur in China**

In China hat sich die Konjunktur nach schwachem Jahresbeginn vorübergehend etwas belebt. Nach 1,5 Prozent im ersten Quartal wurde die Produktion im zweiten Quartal um 2 Prozent ausgeweitet. Zum Teil kann die Belebung auf finanz- und geldpolitische Stimulierungsmaßnahmen zurückgeführt werden: zusätzliche Investitionen in das Schienennetz und den öffentlichen Wohnungsbau, Steuervergünstigungen für kleine Betriebe sowie die Senkung kurzfristiger Refinanzierungskosten. Ausmaß und Umfang der Maßnahmen sind allerdings weit von dem Konjunkturpaket der Jahre 2008/09 entfernt. Auch wurde bisher auf eine Senkung der Leitzinsen oder Reservehaltungssätze verzichtet.

Die Stimulierungsmaßnahmen zielen primär auf den Industrie- und den Bausektor, die sukzessive an Dynamik eingebüßt hatten, während der durch den Handel und die Finanzbranche getriebene Dienstleistungssektor um 8 Prozent zulegte. Auf der Nachfrageseite erholten sich die Exporte von dem deutlichen Rückgang im ersten Quartal. Da zudem die Importe in den vergangenen Monaten nicht im gleichen Maße ausgeweitet wurden, stützte ein relativ hoher Außenbeitrag die Konjunktur. Gleichzeitig deuten die Indikatoren darauf hin, dass sich der private Konsum im ersten Halbjahr im Vergleich zum vergangenen Jahr relativ schwach ent-

wickelte, während die Anlageinvestitionen weiter kräftig ausgeweitet wurden.

Die Inflation bewegt sich seit Jahresbeginn zwischen 1,8 Prozent und 2,5 Prozent und ist damit für ein Schwellenland bemerkenswert niedrig; die Kerninflation verharrt bei 1,7 Prozent. Demgegenüber sind die Immobilienpreise weiterhin sehr volatil: Gemäß einem von Thomson Reuters publizierten Index für städtische Immobilien hatte sich der Preisauftrieb seit Anfang 2012 stetig verstärkt, um dann seit Anfang 2013 wieder nachzulassen. Seit drei Monaten kam es sogar zu Preisrückgängen. Die wiederholten Versuche der chinesischen Führung zur Steuerung des Immobilienmarkts – in welche teilweise auch die oben beschriebenen Stimulierungsmaßnahmen einzuordnen sind – führten also nicht zu einer Beruhigung des Marktes, sondern scheinen die Volatilität der Preise erhöht zu haben. Solange die Sparzinsen weiter niedrig bleiben und das faktische Verbot einer Verlagerung von Privatvermögen ins Ausland bestehen bleibt, dürfte es auch zukünftig zu ähnlichen Eingriffen auf dem Immobilienmarkt kommen. Weder die Deregulierung des Anlagemarkts noch die internationale Öffnung des Kapitalmarkts ist bisher weit gediehen, so dass von dieser Seite keine Verringerung des Risikos im Immobiliensektor zu erwarten ist.

Die rückläufigen Immobilienpreise dürften die Konjunktur im Prognosezeitraum belasten. Auch andere Indikatoren sprechen für eine Abschwächung. So verbuchten Industrieproduktion und Anlageinvestitionen im Juli schwache Monatszuwächse. Der OECD-Frühindikator bestätigt dieses Bild und auch die Einkaufsmanagerindizes haben zuletzt wieder nachgegeben. Zwar legten die Exporte im Juli stark zu, allerdings ist fraglich, ob sich diese Entwicklung angesichts mäßiger globaler Konjunkturaussichten fortsetzt. Viel hängt davon ab, ob und inwieweit die chinesische Führung weitere Stimulierungsmaßnahmen ergreift. Die an den Aktienmärkten im Juli zu verzeichnenden Kurssprünge deuten darauf hin, dass ein weiteres Konjunkturprogramm erwartet wird, um einer deutlichen konjunkturellen Verlangsamung entgegenzuwirken. Insgesamt erwarten die Institute für 2014 ein Wirtschaftswachstum von 7,4 Prozent und für 2015 von 7,1 Prozent.

### Recht gute Konjunktur trotz Steuererhöhungen in Japan

In Japan wurde die Wirtschaftsaktivität im ersten Halbjahr dieses Jahres maßgeblich von der Mehrwertsteuererhöhung um 3 Prozentpunkte auf 8 Prozent im April geprägt. Vorzieheffekte hatten zu einer kräftigen Ausweitung der Produktion im ersten Quartal beigetragen, der im zweiten Quartal ein entsprechender Einbruch

folgte. Dabei zeigten nicht nur die privaten Konsumausgaben, sondern auch die Ausrüstungsinvestitionen der Unternehmen ein solches Muster. Die seit 2012 dynamischen Bauinvestitionen brachen ebenfalls ein – trotz eines die Steuererhöhung begleitenden, primär auf den Bau ausgerichteten Konjunkturpakets. Auch die Exportnachfrage ging im zweiten Quartal etwas zurück. Da jedoch die Importe massiv reduziert wurden, ergab sich erstmals seit Beginn 2013 ein positiver Außenbeitrag. Der deutliche verminderte Lagerabbau milderte den Einbruch der Produktion ebenfalls.

Trotz dieser sehr unsteten Entwicklung der Produktion hat sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt in der ersten Jahreshälfte weiter verbessert. Die Arbeitslosenquote ist auf zuletzt 3,5 Prozent zurückgegangen und die Zahl der offenen Stellen ist deutlich gestiegen. Dies hat bisher noch nicht zu einem merklichen Anstieg der Nominallöhne geführt. Da sich inzwischen der Preisauftrieb deutlich verstärkt hat, dürften die Reallöhne sogar gesunken sein. Angesichts zunehmender Engpässe auf dem Arbeitsmarkt, dürfte sich der Lohnanstieg jedoch beschleunigen. Entsprechend dürfte sich auch der Druck auf die Verbraucherpreise weiter verstärken.

Gegenwärtig setzt die japanische Notenbank den Ankauf von Wertpapieren in kaum vermindertem Ausmaß fort. So liegt im August das Volumen der Zentralbankaktiva um 37 Prozent höher als ein Jahr zuvor. Inzwischen steigen auch die weiten Geldmengenaggregate deutlich. Bedingt durch die expansive Geldpolitik verließ die Inflation ab Mitte 2013 das negative Terrain und erreichte Ende 2013 Werte um 1,5 Prozent. Die Mehrwertsteuererhöhung bewirkte einen Preissprung, so dass der Preisauftrieb derzeit Werte um 3,5 Prozent erreicht. Dass auch die Inflationserwartungen in Bewegung geraten sind, kann die japanische Notenbank als Erfolg ihrer Politik verbuchen: Gemäß einer monatlichen Umfrage der japanischen Regierung ist der Anteil derjenigen Haushalte, die steigende Preise (über einen Horizont von einem Jahr) erwarten, seit Frühjahr 2013 stark gestiegen.

Für die zweite Jahreshälfte ist zu erwarten, dass die Effekte der Mehrwertsteuererhöhung auslaufen. So weisen die Einzelhandelsumsätze darauf hin, dass sich der private Konsum im dritten Quartal erholt und das Niveau vom Anfang des Jahres erreichen wird. Unterstützend wirken auch die aufgrund der positiven Arbeitsmarktentwicklung relativ hohen Bonuszahlungen im Sommer. Der Kaufkraftverlust durch die gestiegene Inflation spricht allerdings dafür, dass sich der private Konsum zunächst weniger dynamisch entwickelt als zuletzt. Das Konjunkturpaket zur Abfederung der Mehrwertsteuererhöhung dürfte die öffentlichen Investitionen, insbesondere die Bauinvestitionen, zunächst noch stimulieren. Frühindikatoren deuten für die kommenden Mo-

nate auf eine Stagnation der Anlageinvestitionen hin. Die positive Gewinnentwicklung der Unternehmen und geplante Steuererleichterungen sprechen jedoch dafür, dass die Anlageinvestitionen in der Folge wieder expandieren. Die Exporte dürften nur moderat und langsamer als die Importe ausgeweitet werden.

Insgesamt dürfte das Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr um 1,0 Prozent und im kommenden Jahr

um 1,1 Prozent steigen. Die expansive Geldpolitik und die geplante zweite Stufe der Mehrwertsteuerhöhung dürften die Preise auch in den kommenden Quartalen treiben. Für 2014 prognostizieren die Institute eine Inflation von 3,0 Prozent, für 2015 von 2,4 Prozent. Der Prognose liegt die Annahme zugrunde, dass die für Oktober 2015 beschlossene Mehrwertsteuererhöhung von 8 Prozent auf 10 Prozent tatsächlich durchgeführt wird.

## 2. Die Lage in der Europäischen Union

### Konjunktur im Euroraum schwächer als erwartet

Die konjunkturelle Grunddynamik im Euroraum ist weiterhin gering, die gesamtwirtschaftliche Produktion nahm im ersten Halbjahr merklich schwächer zu als erwartet (Abbildung 3). Dies ging zu einem guten Teil auf die größeren Länder des Euroraums zurück. In Frankreich stagnierte die Wirtschaftsleistung und Italien fiel im Frühjahr neuerlich in eine Rezession. In beiden Ländern gingen vor allem die Bruttoanlageinvestitionen deutlich zurück. In Spanien expandiert die Produktion hingegen bereits seit vier Quartalen, nicht zuletzt aufgrund einer sich allmählich erholenden Binnennachfrage. Auch in Portugal steigt das Bruttoinlandsprodukt in der Tendenz seit dem Frühjahr 2013, und in Griechenland dürfte sich die Konjunktur stabilisiert haben. Im Euroraum ohne Deutschland stieg die gesamtwirtschaftliche Produktion im zweiten Quartal geringfügig an (Abbildung 4).

Dabei haben saisonale Sondereffekte die Entwicklung beeinflusst. So wurden im ersten Quartal aufgrund der günstigen Witterung in Deutschland Investitionen im Bau getätigt, die ansonsten erst später im Jahresverlauf vorgenommen worden wären. Im zweiten Quartal fielen diese Ausgaben weg, so dass das Bruttoinlandsprodukt stagnierte. In den Niederlanden wirkten die milden Temperaturen allerdings in die Gegenrichtung, eine geringere Erdgasproduktion minderte die Wirtschaftsleistung im ersten Quartal.

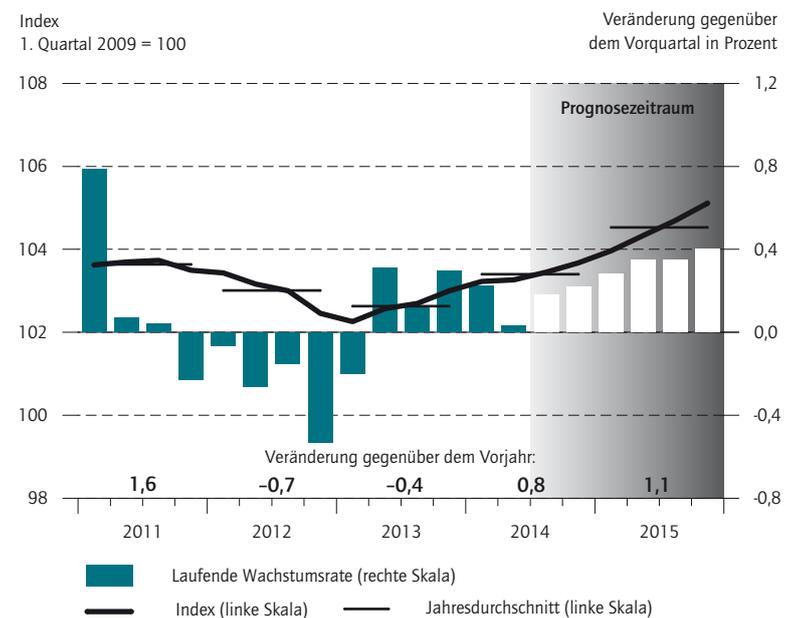
Die Witterungseffekte zeigten sich insbesondere bei den Bruttoanlageinvestitionen, die im zweiten Quartal gegenüber dem Vorquartal um 0,3 Prozent zurückgingen. Positive Impulse kamen hingegen von den privaten Konsumausgaben, deren Anstieg im zweiten Quartal um 0,3 Prozent auf die etwas verbesserte Arbeitsmarktsituation und die gestiegene Kaufkraft infolge sinkender Energie- und Nahrungsmittelpreise zurückzuführen sein dürfte.

Der Arbeitsmarkt hat sich im ersten Halbjahr etwas erholt. Seit Jahresbeginn ist die Arbeitslosenquote langsam von 11,8 Prozent auf 11,5 Prozent (August 2014) gesunken. Die Zahl der Beschäftigten nahm im gleichen Zeitraum um 1/2 Prozent zu. Insbesondere in Spanien, Portugal und Irland ging die Arbeitslosenquote spürbar zurück. Allerdings bleibt die Lage am Arbeitsmarkt in

Abbildung 3

### Reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum

Saison- und kalenderbereinigter Verlauf



Quellen: Eurostat; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2014: Prognose der Institute.

© GD Herbst 2014

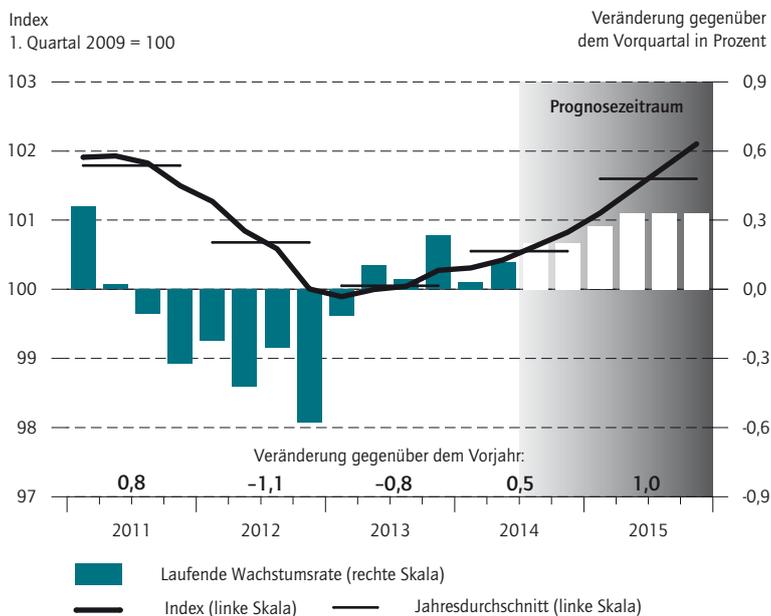
diesen Ländern und im Euroraum insgesamt weiterhin schlecht (Tabelle 3). Dies zeigt auch die hohe Arbeitslosenquote der unter 25-jährigen, die zwar im Euroraum zuletzt leicht gesunken ist, aber mit 23,3 Prozent noch immer fast 4 Prozentpunkte über dem Durchschnitt der letzten 10 Jahre liegt.

Der Anstieg der Verbraucherpreise hat sich weiter abgeschwächt. Die Inflation sinkt in der Tendenz bereits seit etwa zweieinhalb Jahren, im September lagen die Verbraucherpreise nur 0,3 Prozent höher als vor einem Jahr. Zum einen bremsen globale Einflussfaktoren wie die Entwicklung der Energie- und Nahrungsmittelpreise die Inflation. Zum anderen wird der Preisauftrieb weiterhin stark von der schleppenden Konjunktur und den unterausgelasteten Produktionskapazitäten gedämpft. Da die gesamtwirtschaftliche Produktion im Euroraum auch in diesem Jahr noch immer deutlich unterhalb des Potenzialniveaus liegen dürfte, wird der Preisauftrieb weiterhin gering bleiben (Kasten 1).

Abbildung 4

## Reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum ohne Deutschland

Saison- und kalenderbereinigter Verlauf



Quellen: Eurostat; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2014: Prognose der Institute.

© GD Herbst 2014

## Kaum noch Konsolidierung der öffentlichen Haushalte im Jahr 2015

Die Lage der öffentlichen Haushalte hat sich in den Mitgliedsstaaten der Währungsunion im vergangenen Jahr weiter verbessert (Tabelle 4). Die Defizitquote für den Euroraum insgesamt ging von 3,7 Prozent auf 3,0 Prozent zurück. Die Schuldenquote ist fast überall außerhalb Deutschlands weiter gestiegen. Trotz höherer Schuldenstände erhöhte sich die Zinsbelastung bisher nicht, da die Zinssätze für Staatsanleihen gesunken sind. Auf lange Sicht dürften die Zinszahlungen aber steigen und die Spielräume der Finanzpolitik reduzieren.

Der Rückgang der Budgetdefizite geht auf die Konsolidierungspolitik im Euroraum zurück. Allerdings verfehlten sieben Länder – darunter Frankreich und Spanien – auch im Jahr 2013 die im Stabilitäts- und Wachstumspakt vereinbarte Defizitgrenze von 3 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Auch strukturell (also um konjunkturelle und temporäre Effekte bereinigt) sind die meisten Haushalte noch lange nicht ausgeglichen, und es besteht noch erheblicher Konsolidierungsbedarf. Außer Deutschland, Luxemburg und Griechenland wiesen alle Länder im vergangenen Jahr noch einen negativen strukturellen Budgetsaldo aus. Die Europäische Kommission prognostiziert eine struktu-

relle Defizitquote im Euroraum für das Jahr 2014 von reichlich 1 Prozent, die EZB eine von 2 Prozent.<sup>7</sup>

Zusehens besser wird die Haushaltslage in den Ländern, die von der Schulden- und Vertrauenskrise besonders betroffen waren, also in Griechenland, Irland, Portugal und Spanien. Die drei erstgenannten Länder können im Jahr 2014 wohl einen Primärüberschuss erzielen. Spanien wird in diesem Jahr sein Defizitziel von 5,8 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt vermutlich unterschreiten, vor allem wegen der sich verbessernden Konjunktur und der bis zum Jahresende befristeten Anhebungen einzelner Steuern. Die für die nächste Zeit geplante Einkommensteuerreform dürfte für sich genommen das Haushaltsdefizit vorübergehend erhöhen.

Die französische Regierung hat im September angekündigt, dass sie in diesem Jahr ihr Budgetziel von 3,8 Prozent nicht einhalten wird, und es sieht derzeit nicht danach aus, als werde im Jahr 2015 eine Defizitquote von unter 3 Prozent erreicht, wie es im Stabilitätsprogramm vorgesehen ist. Auch in Italien wird das Defizit deutlich höher ausfallen als geplant, denn die Regierung will auf die wegen der schwachen Konjunktur absehbare Verschlechterung der Haushaltslage nicht mit zusätzlichen Konsolidierungsmaßnahmen reagieren.

Im Euroraum insgesamt dürfte das Defizit in diesem Jahr mit 2,7 Prozent erstmals seit 2009 wieder unter der 3 Prozent-Grenze liegen. Im Jahr 2015 dürfte kaum noch konsolidiert werden. Allerdings führt die – wenn auch sehr zögerliche – Erholung etwa über eine höhere Beschäftigung zu einer leichten Verbesserung der Haushaltslage in vielen Mitgliedsstaaten. Außerdem dämpfen die sehr stark gesunkenen Renditen auf Staatstitel die Zinslasten. Deshalb dürfte die Defizitquote für den Euroraum im nächsten Jahr geringfügig weiter zurückgehen, auf dann 2,5 Prozent.

## Phase niedriger Zinsen setzt sich fort

Die Europäische Zentralbank (EZB) beschloss eine Reihe von Maßnahmen mit dem Ziel, ihren Expansionsgrad weiter zu erhöhen. In zwei Schritten senkte sie im Juni und September ihre Leitzinsen. Dabei wurden der Hauptrefinanzierungssatz und der Einlagesatz insgesamt um jeweils 20 Basispunkte auf 0,05 beziehungsweise -0,2 Prozent reduziert, während der Spitzenrefinanzierungssatz um 45 Basispunkte auf 0,3 Prozent gesenkt wurde. Bei negativem Einlagesatz müssen Ban-

<sup>7</sup> Vgl. European Commission (2014), European Economic Forecast, Spring 2014, S.152, EZB, Monthly Bulletin September 2014, Macroeconomic Projections for the Euro Area, S.100.

Tabelle 3

## Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in Europa

	Gewicht (Bruttoinlandsprodukt) in Prozent	Bruttoinlandsprodukt <sup>1</sup>			Verbraucherpreise <sup>2</sup>			Arbeitslosenquote <sup>3</sup>		
		Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in Prozent						in Prozent		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Deutschland	20,6	0,4	1,3	1,2	1,6	1,0	1,4	5,3	5,0	5,1
Frankreich	15,7	0,2	0,3	0,5	1,0	0,6	0,6	10,3	10,3	10,2
Italien	12,1	-1,9	-0,3	0,3	1,3	0,2	0,3	12,2	12,5	12,5
Spanien	7,9	-1,2	1,2	1,8	1,5	-0,1	0,3	26,1	24,6	23,4
Niederlande	4,6	-0,8	0,8	1,3	2,6	0,4	0,6	6,7	6,9	6,6
Belgien	2,9	0,2	1,0	1,3	1,2	0,7	0,8	8,4	8,5	8,4
Österreich	2,4	0,3	0,8	1,4	2,1	1,7	1,7	4,9	4,9	5,0
Griechenland	1,5	-3,9	0,0	0,9	-0,9	-1,3	-0,6	27,5	27,0	25,9
Finnland	1,5	-1,4	-0,2	1,1	2,2	1,1	1,1	8,2	8,6	8,7
Portugal	1,3	-1,4	0,8	1,5	0,4	-0,2	0,0	16,4	14,3	13,2
Irland	1,3	-0,3	5,5	2,4	0,5	0,3	0,4	13,1	11,6	10,8
Slowakei	0,6	0,9	2,4	2,5	1,5	-0,1	0,7	14,2	13,7	13,3
Luxemburg	0,3	2,1	2,6	1,9	1,7	1,0	1,7	5,9	6,2	6,1
Slowenien	0,3	-1,1	1,8	1,4	1,9	0,5	0,6	10,1	10,0	9,8
Lettland	0,2	4,1	3,0	3,5	0,0	0,6	1,2	11,9	11,0	10,4
Zypern	0,1	-5,4	-2,4	0,1	0,4	-0,1	0,3	15,9	15,3	14,6
Estland	0,1	0,8	1,8	2,2	3,2	0,6	1,9	8,6	7,5	7,3
Malta	0,1	2,9	3,2	2,0	1,0	0,8	1,1	6,4	5,8	5,5
<b>Euroraum insgesamt</b>	<b>73,3</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,3</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>11,9</b>	<b>11,6</b>	<b>11,3</b>
Euroraum ohne Deutschland	52,8	-0,8	0,5	1,0	1,3	0,4	0,5	14,4	14,0	13,6
Großbritannien	14,9	1,7	3,0	2,2	2,6	1,8	2,1	7,5	6,4	5,8
Schweden	3,1	1,6	2,0	2,1	0,4	0,2	1,3	8,0	8,0	7,7
Polen	2,9	1,6	3,2	3,2	0,8	0,5	1,4	10,3	9,5	9,1
Dänemark	1,9	0,4	0,7	1,6	0,5	0,6	1,3	7,0	6,6	6,6
Tschechien	1,2	-0,9	2,4	2,2	1,4	0,6	1,6	7,0	6,3	6,1
Rumänien	1,0	3,5	1,5	2,5	3,2	1,3	2,6	7,3	7,2	7,0
Ungarn	0,8	1,1	3,3	2,5	1,7	0,3	1,8	10,2	8,2	8,0
Kroatien	0,3	-0,9	-0,4	0,6	2,3	0,5	1,0	17,3	17,2	16,5
Bulgarien	0,3	0,9	1,5	2,1	0,4	-1,3	1,0	13,0	11,9	11,1
Litauen <sup>4</sup>	0,3	3,3	3,0	3,2	1,2	0,4	1,4	11,8	11,5	11,3
<b>EU-28<sup>5</sup></b>	<b>100,0</b>	<b>0,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>1,5</b>	<b>0,7</b>	<b>1,0</b>	<b>10,8</b>	<b>10,3</b>	<b>9,9</b>
<i>Nachrichtlich: MOE-Länder<sup>6</sup></i>	<b>7,9</b>	<b>1,2</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	<b>1,5</b>	<b>0,5</b>	<b>1,5</b>	<b>10,0</b>	<b>9,3</b>	<b>8,9</b>

1 Die Zuwachsraten sind untereinander nicht voll vergleichbar, da sie für einige Länder um Arbeitstageeffekte bereinigt sind, für andere – wie Deutschland – nicht. Die Rechnungen für den Euroraum, die EU-28, und die meisten Einzelländer erfolgen nach ESVG95, für Dänemark, Deutschland, Frankreich, Niederlande, Portugal und Slowenien nach ESVG.

2 Harmonisierter Verbraucherpreisindex.

3 Standardisiert.

4 Litauen ist ab 1.1.2015 Mitglied der Währungsunion.

5 Summe der aufgeführten Länder. Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2012 in US-Dollar. Arbeitslosenquote gewichtet mit der Zahl der Erwerbspersonen von 2013.

6 Mittel- und osteuropäische Länder: Slowakei, Slowenien, Estland, Polen, Tschechien, Rumänien, Ungarn, Bulgarien, Litauen, Lettland.

Quellen: Eurostat; IWF; Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; 2014 und 2015: Prognose der Institute.

© GD Herbst 2014

ken nun erstmals für die Haltung von Zentralbankreserven, die über die Mindestreservepflicht hinausgehen, Zinsen bezahlen. Darüber hinaus kündigte die EZB auf den Ratssitzungen im Juni und September weitere geldpolitische Maßnahmen an. Das Vollzuteilungsverfahren zum festen Zinssatz wurde bis Dezember 2016 verlängert. Zusätzlich beendete die EZB die wöchentliche Neutralisierung der Liquidität, die durch Staatsan-

leihekäufe im Rahmen des *Securities Markets Programme* (SMP) geschaffen wurde. Ferner führte die EZB an die Kreditvergabe gekoppelte Refinanzierungsgeschäfte mit Laufzeiten bis zu vier Jahren und zwei neue Programme zum Ankauf von Anleihen des privaten Sektors ein: Ab Oktober werden ein neues, drittes Pfandbriefkaufprogramm, sowie ein Programm zum Erwerb bestimmter Verbriefungen eingesetzt.

Tabelle 4

### Finanzierungssalden der öffentlichen Haushalte in den Ländern des Euroraums

In Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts<sup>1</sup>

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Deutschland	-3,0	-4,0	-0,8	0,1	0,3	0,3	0,1
Frankreich	-7,5	-7,0	-5,2	-4,9	-4,3	-4,5	-4,4
Italien	-5,5	-4,5	-3,7	-3,0	-3,0	-3,0	-2,8
Spanien	-11,1	-9,6	-9,6	-10,6	-7,1	-5,6	-6,0
Niederlande	-5,6	-5,1	-4,3	-4,1	-2,5	-2,6	-1,8
Belgien	-5,6	-3,8	-3,8	-4,1	-2,6	-2,6	-2,8
Österreich	-4,1	-4,5	-2,5	-2,6	-1,5	-2,9	-1,6
Griechenland	-15,7	-10,9	-9,6	-8,9	-12,7	-1,6	-1,1
Finnland	-2,5	-2,5	-0,7	-1,8	-2,1	-2,3	-1,4
Portugal	-10,2	-9,8	-4,3	-6,4	-4,9	-4,1	-2,5
Irland	-13,7	-30,6	-13,1	-8,2	-7,2	-4,4	-3,9
Slowakei	-8,0	-7,5	-4,8	-4,5	-2,8	-2,9	-2,8
Luxemburg	-0,7	-0,8	0,2	0,0	0,1	-0,2	-1,5
Slowenien	-6,3	-5,9	-6,4	-4,0	-14,7	-4,3	-3,0
Lettland	-9,2	-8,2	-3,5	-1,3	-1,0	-1,0	-1,1
Zypern	-6,1	-5,3	-6,3	-6,4	-5,4	-5,7	-6,0
Estland	-2,0	0,2	1,1	-0,2	-0,2	-0,6	-0,6
Malta	-3,7	-3,5	-2,7	-3,3	-2,8	-2,5	-2,5
<b>Euroraum<sup>2</sup></b>	<b>-6,4</b>	<b>-6,2</b>	<b>-4,1</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3,0</b>	<b>-2,7</b>	<b>-2,5</b>

<sup>1</sup> Gemäß der Abgrenzung nach dem Vertrag von Maastricht.

<sup>2</sup> Summe der Länder; gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt von 2013 in Euro.

Quellen: Eurostat (Stand: Mitte September 2014); 2013 vorläufiger Wert; 2014 und 2015: Prognose der Institute.

© GD Herbst 2014

Die Zinssenkung der EZB senkte die Geldmarktzinsen leicht (Abbildung 5). Während die Differenz zwischen dem Zinssatz für unbesichertes Tagesgeld (EONIA) und dem Hauptrefinanzierungssatz der EZB im Mai, vor der ersten Zinssenkung, bei durchschnittlich null Basispunkten lag, war sie in den folgenden Monaten im Durchschnitt leicht negativ. Dieses Unterschließen der kurzfristigen Marktzinsen dürfte unter anderem der etwas höheren Überschussliquidität im Euroraum geschuldet sein. Weil die Absorption der SMP-Liquidität beendet wurde, stieg die Überschussliquidität von durchschnittlich 115 Milliarden Euro (Mai) auf durchschnittlich 130 Milliarden (seit Juni). Auch die Zinsen für unbesichertes und besichertes Dreimonatsgeld (EURIBOR, EUREPO) gingen im Zuge der Zinssenkungen leicht zurück.

Die Zinsen für Staatsanleihen sind, nachdem sie zu Beginn des Jahres leicht anzogen, kräftig gesunken. Dies dürfte nicht zuletzt auf den Rückgang der Zinsenerwartungen im Zuge der neuerlichen Leitzinssenkungen durch die EZB und ihre Bereitschaft, auch in der nahen Zukunft die Zinsen niedrig zu halten, zurückzuführen sein. Gleichzeitig engten sich auch die Zinsdifferenzen zwischen Staatsanleihen höchster (AAA) Bonität und denen der Krisenländer ein. Damit setzen die Risikoaufschläge den nunmehr seit Juli 2012

anhaltenden Abwärtstrend fort, der maßgeblich durch die Ankündigung der EZB, notfalls auf den Märkten für Staatsanleihen zu intervenieren, eingeleitet wurde. Auch die Zinsen für Unternehmensanleihen höchster (AAA) als auch niedrigerer Bonität (BBB) sind seit Jahresbeginn um knapp einen Prozentpunkt auf historische Tiefststände gefallen; seit Einführung des Euro war die Unternehmensfinanzierung auf den Kapitalmärkten noch nie günstiger.

Auch an den Kreditmärkten entwickeln sich die Finanzierungsbedingungen am aktuellen Rand recht günstig. Die Zinsen für Neukredite im Euroraum sinken sowohl in den Krisen- als auch in den Nicht-Krisenländern. Nach wie vor besteht allerdings ein Zinsunterschied zwischen diesen Ländern von rund 1,7 Prozentpunkten. Ferner erwarten laut dem *Bank Lending Survey* der EZB etwas mehr als die Hälfte der befragten Banken, dass sich die Kreditvergabestandards in den kommenden Monaten weiter entspannen werden und die Nachfrage nach Unternehmenskrediten etwas anziehen wird. Dies darf allerdings nicht darüber hinwegtäuschen, dass die durchschnittlichen Kreditvergabestandards im Euroraum im historischen Vergleich recht restriktiv sind. Ferner hält die, teilweise noch regulatorisch bedingte, Bilanzschrumpfung des Bankensektors an, was sich in weiterhin rückläufigen Krediten an den Unternehmenssektor und der Kredite an private Haushalte widerspiegelt: Die Änderungsrate der Buchkreditvergabe an den nicht-finanziellen Unternehmenssektor lag im August bei -1,1 Prozent, während die Kredite an private Haushalte etwas schwächer um 0,4 Prozent zurückgingen.

Für den Prognosezeitraum erwarten die Institute weiterhin lockere geldpolitische Rahmenbedingungen. Vor dem Hintergrund der verhaltenen konjunkturellen Belebung dürften die Kapitalmarkt- und Kreditzinsen niedrig bleiben. Die Zinsdifferenzen, vor allem bei Staatsanleihen, zwischen Krisen- und Nichtkrisenländern dürften sich dabei reduzieren.

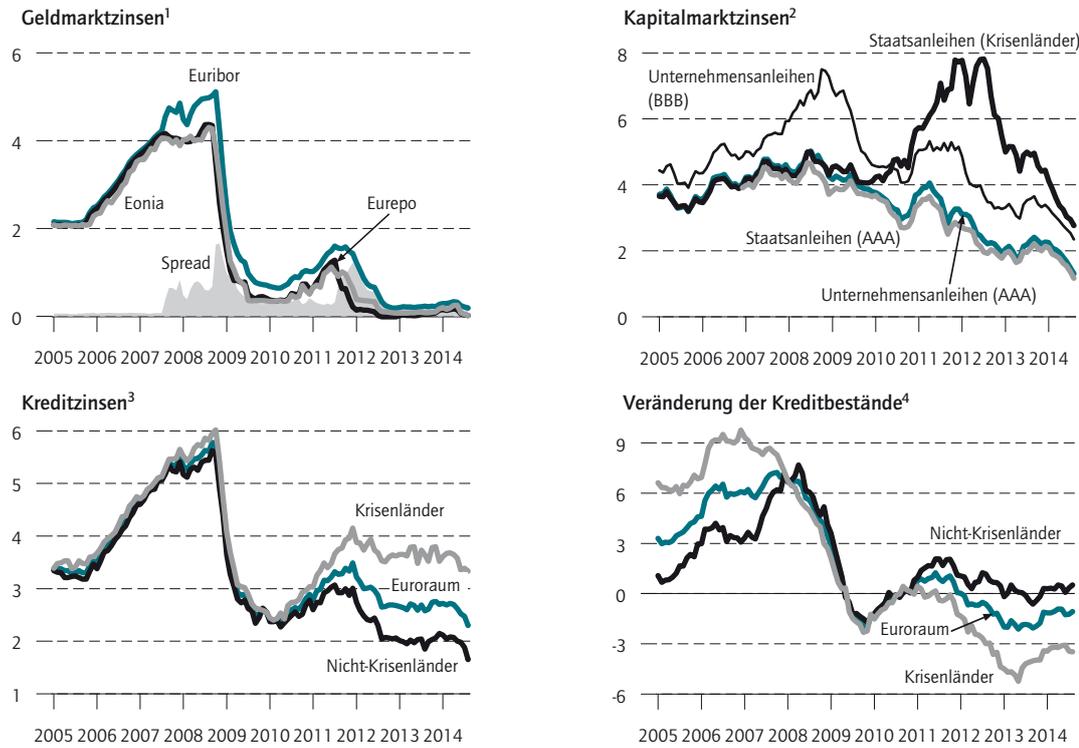
### Ausblick: Erholung bleibt verhalten

Die gesamtwirtschaftliche Produktion im Euroraum dürfte im Prognosezeitraum weiterhin nur mäßig expandieren. Für die zweite Jahreshälfte deuten die Stimungsindikatoren auf eine schwache Konjunktur hin. So ist der *Economic Sentiment Indicator* (ESI) im August erneut gesunken. Auch der *Purchasing Managers' Index* (PMI) ist zuletzt gefallen, er befindet sich allerdings weiter auf Expansionsniveau. Im Prognosezeitraum werden die hohe private und öffentliche Verschuldung und die Bestrebungen, diese abzubauen, die Konjunktur belasten. In einigen Ländern kommen noch ungünstige Finanzierungsbedingungen wegen Problemen im Ban-

Abbildung 5

**Zur monetären Lage im Euroraum**

In Prozent



1 Spread = Euribor - Eurepo.  
 2 Unternehmensanleihen = Zinsen für Anleihen von Unternehmen mit höchster (AAA) bzw. mittlerer (BBB) Bonität und einer Restlaufzeit von 10 Jahren. Staatsanleihen = Zinsen für Anleihen von Ländern des Euroraums mit höchster Bonität (AAA) bzw. Krisenländern (Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien) und einer Restlaufzeit von 10 Jahren; BIP-gewichtete Durchschnitte.  
 3 Zinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften im Neugeschäft. (Krisenländer ausschließlich Griechenland).  
 4 Kreditbestände nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften (Sechsmonatsrate in Prozent, saisonbereinigt).

Quellen: EZB; Thomson Reuters Datastream; Berechnungen der Institute.

© GD Herbst 2014

kensektor hinzu. Zudem hat sich in Frankreich und Italien das Geschäftsklima im Verlauf des Jahres besonders stark verschlechtert; dies mag auch an dem zurückgegangenen Vertrauen der Unternehmen in die gegenwärtige Wirtschaftspolitik.

Freilich nimmt die Bedeutung der dämpfenden Faktoren im Zeitverlauf ab: Der Restriktionsgrad der Finanzpolitik ist in den Jahren 2014 und 2015 geringer als zuvor. Die sich allmählich wieder verbessernden Finanzierungsbedingungen unterstützen die Investitionstätigkeit, zumal der Bedarf an Ersatzinvestitionen wegen der jahrelangen Investitionsschwäche hoch sein dürfte. Zudem dürfte der Anstieg der Beschäftigung dem privaten Konsum Auftrieb verleihen. Ein positiver Im-

puls kommt im Jahr 2015 auch vom Außenhandel, da die moderate Belebung des Welthandels und ein geringerer Außenwert des Euro die Exporte stärken dürften (Tabelle 5).

Alles in allem erwarten die Institute für den Euroraum einen Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts von 0,8 Prozent im laufenden Jahr und von 1,1 Prozent im kommenden Jahr. Dadurch dürfte sich auch die Kapazitätsauslastung nur leicht verbessern, wodurch sich die Inflation kaum erhöht. Die Verbraucherpreise werden im laufenden Jahr voraussichtlich um 0,5 Prozent und im nächsten Jahr um 0,7 Prozent zunehmen. Aufgrund des schwachen Produktionsanstiegs dürfte die Arbeitslosenquote im Prognosezeitraum nur leicht sinken. In

Kasten 1

**Zur Inflationsprognose für den Euroraum**

Die Preisdynamik im Euroraum ist aus prognostischer und wirtschaftspolitischer Sicht derzeit von besonderem Interesse. Die Verbraucherpreisinflation ist seit Anfang 2012 stetig gefallen, auf gegenwärtig (September) 0,3 Prozent. Sie liegt damit deutlich unter dem mittelfristigen Zielraum der EZB von knapp unter 2 Prozent. Mitunter werden sogar Deflationsgefahren diskutiert. Im Folgenden wird zum einen die Inflationsprognose der Institute aus dem dieser Prognose zugrunde liegendem Gesamtbild für die Konjunktur im Euroraum ökonomisch hergeleitet. Zum anderen wird abgeschätzt, welche Auswirkungen eine günstigere beziehungsweise ungünstigere Konjunktur für die Preisdynamik im Euroraum hätte.

Hierfür wird eine Schätzgleichung verwendet, die an eine neukeynesianische Phillipskurve angelegt ist. In dieser wird neben dem Zusammenhang zwischen der gegenwärtigen realwirtschaftlichen Entwicklung und der Inflationsrate auch die Entwicklung der Rohölpreise, der Inflationserwartungen sowie die vergangene Inflationsrate berücksichtigt.<sup>1</sup> Das empirische Modell hat folgende Form:<sup>2</sup>

$$\pi_t = \alpha_t^{FL} E_t \pi_{t+4} + \alpha_t^{BL} \pi_{t-1} + \beta_t gap_t + \gamma_t \Delta \ln(e, oil_t) + \varepsilon_t \quad (1)$$

$$\begin{pmatrix} \alpha_t^{FL} \\ \alpha_t^{BL} \\ \beta_t \\ \gamma_t \end{pmatrix} = \begin{pmatrix} \alpha_{t-1}^{FL} \\ \alpha_{t-1}^{BL} \\ \beta_{t-1} \\ \gamma_{t-1} \end{pmatrix} + \eta_t \quad (2)$$

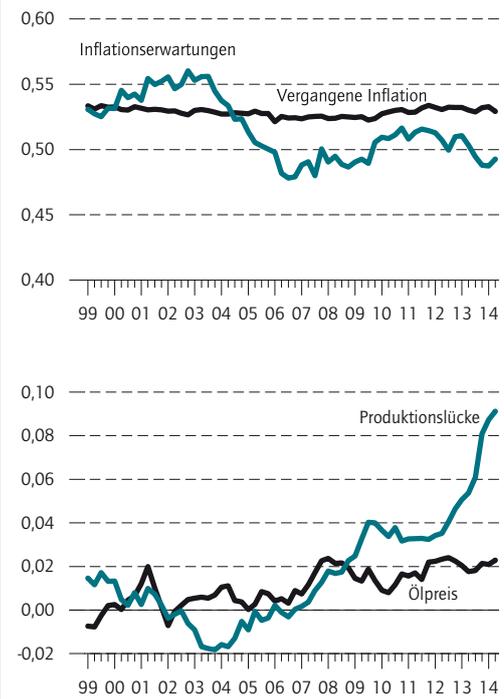
Für die empirische Implementierung dieses Modells werden Quartalsdaten von Q1 1999 bis Q2 2014 verwendet. Die Inflationsrate,  $\pi_t$ , wird als Veränderung des HVPI gegenüber dem Vorjahr gemessen,  $E_t \pi_{t+4}$  stellt die gegenwärtigen Erwartungen über die Inflationsrate in einem Jahr dar, gemessen durch die Inflationsprognose im *Survey of Professional Forecasters* der EZB. Der binnenwirtschaftliche Preisdruck wird anhand der Produktionslücke gemessen (*gap*). Für diese werden das von der Europäischen Kommission berechnete Produktionspotenzial und das tatsächliche beziehungsweise prognostizierte BIP verwendet. Der importierte Preisdruck wird anhand der Vorjahresveränderungsrate des wechselkursadjustierten Ölpreises  $\Delta \ln(e, oil_t)$  gemessen.  $\varepsilon_t$  und  $\eta_t$  sind unabhängige und normalverteilte Zufallsvariablen. Um mögliche strukturelle Änderungen zu berücksichtigen, wird das Modell mit zeitvariierenden Parametern geschätzt. Dafür wird ein

<sup>1</sup> Vgl. zum Beispiel Galí, J., Gertler, M. und López-Salido, J. D. (2001) European inflation dynamics, *European Economic Review* 45(7), S. 1237-1270.

<sup>2</sup> Dieses Modell basiert auf Europäische Kommission (2014), Quarterly Report on the Euro Area, 13(2), 21-26, [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/qr\\_euro\\_area/2014/pdf/qrea2\\_section\\_2\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/qr_euro_area/2014/pdf/qrea2_section_2_en.pdf).

Abbildung 1

**Einfluss der Variablen auf die Inflation**  
Koeffizienten der Schätzgleichung



Quelle: Berechnungen der Institute

© GD Herbst 2014

bayesianischer State-Space Ansatz verwendet. Die Parameter folgen dabei einem Random Walk (Gleichung 2).<sup>3</sup>

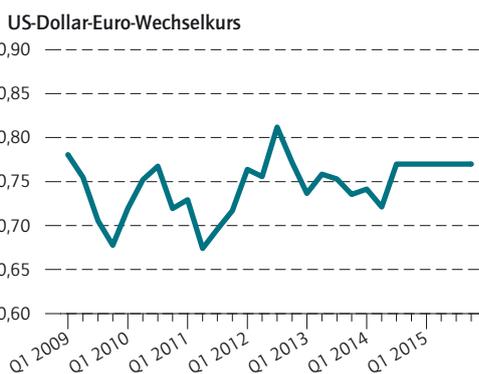
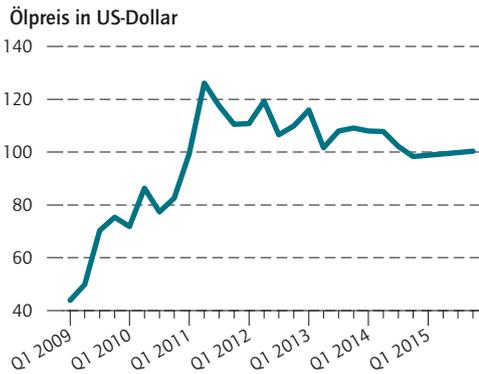
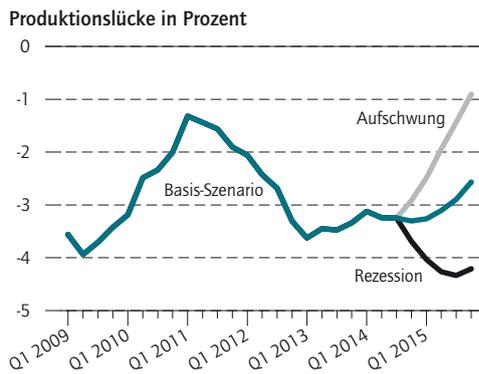
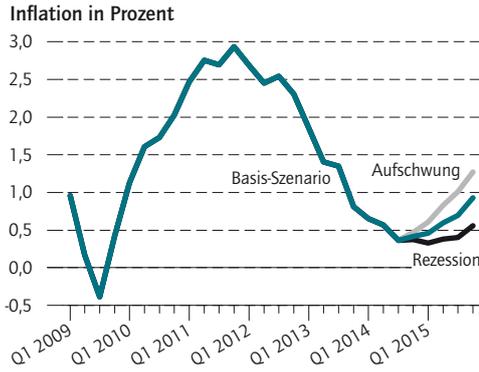
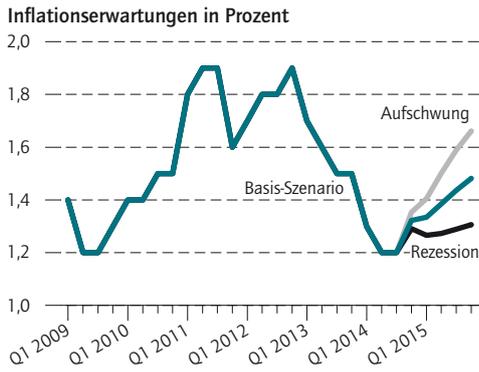
Wie in Abbildung 1 ersichtlich, hat der Einfluss der Inflationserwartungen seit Beginn der Währungsunion im Zeitverlauf abgenommen, während die Bedeutung der Produktionslücke als Determinante der Inflation in den vergangenen Quartalen zugenommen hat.

Das beschriebene Modell ist für konditionale Inflationsprognosen konzipiert, d. h. eine Inflationsprognose für Zeitpunkt  $t+q$  setzt Annahmen für die zukünftige Wechselkursent-

<sup>3</sup> Vgl. zum Beispiel Kim, C.-J. und Nelson, C. R. (1999), *State Space Models with Regime Switching*, The MIT Press, Cambridge Mass., London.

Abbildung 2

**Inflationsszenarien**



Quelle: Berechnungen der Institute

© GD Herbst 2014

wicklung, den Ölpreis und die Produktionslücke bis Zeitpunkt  $t+q$  voraus. Der Euro-Dollar-Wechselkurs wird mit einem Wert von 1,30 fortgeschrieben, der Ölpreis im Prognosezeitraum real konstant gehalten. Für die Produktionslücke werden die BIP-Prognose der Institute sowie die Projektionen der Europäischen Kommission für das Produktionspotenzial

verwendet. Die Inflationserwartungen werden mithilfe eines Fehlerkorrekturansatzes modelliert, der in der langen Frist eine Konvergenz zwischen Inflationserwartungen und tatsächlich prognostizierter Inflation sicherstellt. Das empirische Modell hat folgende Form:

Fortsetzung Kasten 1

$$E_t(\overline{\pi_{t+4}}) = 1,76 - 0,15 [E_{t-5}(\pi_{t-1}) - \pi_{t-1}] + 0,01 \Delta (E_{t-1}(\pi_{t+3})) - 0,01 \Delta \pi_{t-1} + 0,08 gap_t + 0,01 \Delta e_{oil_t} \quad (3)$$

Dabei stellt  $[E_{t-5}(\pi_{t-1}) - \pi_{t-1}]$  den Fehlerkorrekturterm dar, wodurch die Erwartungsbildung auf den vergangenen Prognosefehler reagiert. Anschließend kann die Inflation abhängig von alternativen Annahmen über die zukünftigen Produktionszuwächse prognostiziert werden. Für die Berechnung der konditionalen Prognose werden die Parameter der Phillipskurve (Gleichung 1) vom zweiten Quartal 2014 verwendet.

Die Ergebnisse zeigen für das Basisszenario, dass aufgrund der sich langsam schließenden Produktionslücke die Inflationserwartungen aufwärtsgerichtet bleiben dürften und die Inflationsrate leicht steigt, um am Ende des Prognosezeitraums bei 1 Prozent zu liegen. Dadurch ergeben sich Inflationsraten von 0,5 Prozent in diesem und 0,7 Prozent im kommenden Jahr.<sup>1</sup>

In den Alternativszenarien wird untersucht, wie die Inflationsprognose auf verschiedene Konjunkturverläufe reagiert. Diese weichen in symmetrischer Weise vom Basisszenario

<sup>1</sup> Die Institute prognostizieren eine Inflationsrate, die niedriger ist als die durchschnittlichen Inflationserwartungen aus dem Survey of Professional Forecasters vom dritten Quartal (2014: 0,7 Prozent, 2015: 1,2 Prozent).

Tabelle

**Konjunkturverläufe in den Szenarien**  
Reales BIP, Veränderungsraten gegenüber dem Vorquartal in Prozent

	Basis	Rezession	Aufschwung
Q3 2014	0,2	0,2	0,2
Q4 2014	0,17	-0,23	0,57
Q1 2015	0,30	-0,10	0,70
Q2 2015	0,35	-0,05	0,75
Q3 2015	0,35	0,05	0,65
Q4 2015	0,40	0,20	0,60

Quelle: Berechnungen der Institute.

© GD Herbst 2014

ab (Tabelle). Falls der Euroraum erneut in eine Rezession gerät, die bis ins zweite Quartal 2015 anhält, stagniert die Inflationsrate im kommenden Jahr bei 0,4 Prozent. Das Risiko negativer Inflationsraten würde deutlich steigen. Käme es hingegen zu einem kräftigen Aufschwung, bei dem die gesamtwirtschaftliche Produktion 2015 um 2,3 Prozent zunimmt, dürfte sich die Inflation etwas beschleunigen, mit 0,9 Prozent aber weiterhin deutlich unter der Zielmarke der EZB bleiben (Abbildung 2).

Tabelle 5

**Eckdaten zur Wirtschaftsentwicklung im Euroraum**

	2013	2014	2015
<b>Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in Prozent</b>			
Reales Bruttoinlandsprodukt	-0,4	0,8	1,1
Privater Konsum	-0,7	0,7	0,9
Staatskonsum	0,2	0,8	0,5
Bruttoanlageinvestitionen	-2,9	1,0	1,6
Vorratsveränderungen <sup>1</sup>	-0,1	0,0	0,0
Inländische Verwendung	-0,9	0,7	0,9
Exporte	1,4	2,9	4,8
Importe	0,4	3,1	4,7
Außenbeitrag <sup>1</sup>	0,5	0,0	0,2
Verbraucherpreise <sup>2</sup>	1,3	0,5	0,7
<b>In Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts</b>			
Budgetsaldo <sup>3</sup>	-3,0	-2,7	-2,5
Leistungsbilanzsaldo	2,4	2,3	2,2
<b>In Prozent der Erwerbspersonen</b>			
Arbeitslosenquote <sup>4</sup>	11,9	11,6	11,3

<sup>1</sup> Wachstumsbeitrag.

<sup>2</sup> Harmonisierter Verbraucherpreisindex.

<sup>3</sup> Gesamtstaatlich.

<sup>4</sup> Standardisiert.

Quellen: Eurostat; Europäische Kommission, ILO; Berechnungen der Institute; 2014 und 2015: Prognose der Institute.

© GD Herbst 2014

diesem Jahr wird sie voraussichtlich 11,6 Prozent und im kommenden Jahr 11,3 Prozent betragen.

**Aufschwung in Großbritannien hält an**

Die Wirtschaft Großbritanniens befindet sich seit Anfang 2013 im Aufschwung. Die gesamtwirtschaftliche Produktion expandierte im ersten Halbjahr 2014 mit einer Jahresrate von etwas über 3 Prozent und liegt nun erstmals über ihrem Niveau vor Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008. Der Aufschwung wird von der Binnenwirtschaft getragen: Privater Konsum und Wohnungsbau stiegen schon im vergangenen Jahr kräftig, im ersten Halbjahr 2014 haben auch die Ausrüstungsinvestitionen deutlich angezogen. Beschäftigung und Arbeitsvolumen nehmen rasch zu, und die Arbeitslosenquote ist auf 6,2 Prozent (Mai bis Juli) gefallen. Die Lohnentwicklung ist aber nach wie vor schwach; die Arbeitnehmer mussten sogar Reallohnsenkungen in Kauf nehmen. Ein Grund dafür ist die Arbeitsproduktivität, die nach wie vor etwa 5 Prozent niedriger ist als vor der Finanzkrise.

Die britische Zentralbank sieht die niedrige Lohndynamik aber auch als ein Indiz für deutliche Überkapazitätä-

ten am Arbeitsmarkt an, so dass sie mit Zinserhöhungen zögert. Zudem liegt die Verbraucherpreisinflation gegenwärtig mit 1,5 Prozent unter dem geldpolitischen Ziel. Aufgrund der starken Konjunktur dürfte die Zentralbank jedoch Anfang nächsten Jahres damit beginnen, den Leitzins, der seit fünf Jahren 0,5 Prozent beträgt, anzuheben.

Die Finanzpolitik ist seit vier Jahren restriktiv ausgerichtet. Dieses Jahr fallen die dämpfenden Effekte etwas geringer aus als zuvor, im kommenden Jahr werden sie wieder etwas zunehmen. Das Defizit dürfte im Fiskaljahr 2014/15 (das im April beginnt) laut Office for Budget Responsibility noch knapp 5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt betragen, im Jahr 2015/16 um reichlich einen Prozentpunkt weniger.

Im Prognosezeitraum dürfte sich die konjunkturelle Erholung weiter fortsetzen. Die Vertrauensindikatoren lassen auf Zuversicht bei Unternehmen und privaten Haushalten schließen. Die Haushalte profitieren von deutlich gesunkenen Kosten der Eigenheimfinanzierung aufgrund der langjährigen Niedrigzinspolitik. Zudem steigen die Häuserpreise seit Anfang 2013 bereits wieder deutlich, was zu positiven Vermögens-effekten führt. Laut Umfragen haben sich die Kreditkonditionen vor allem für große Unternehmen verbessert, und das Volumen der Unternehmenskredite sinkt seit dem Sommer nicht mehr, zum ersten Mal seit fünf Jahren. Von der Außenwirtschaft kommt allerdings eher Gegenwind: Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der britischen Wirtschaft hat sich etwas verschlechtert. Denn das Pfund ist real effektiv knapp 10 Prozent höher bewertet als im Sommer 2013, auch wenn es im Vorfeld der Abstimmung über eine mögliche Unabhängigkeit Schottlands vorübergehend nachgegeben hatte. Das Leistungsbilanzdefizit dürfte im Jahr 2014 auf knapp 4 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt steigen. Ein Grund für den Anstieg ist neben der kräftigen Binnennachfrage ein Rückgang der Nettokapitaleinkommen aus dem Ausland, wohl auch wegen der Schwäche der Wirtschaft im Euroraum.

Die Institute rechnen mit einem Zuwachs der gesamtwirtschaftlichen Produktion in Großbritannien um 3,0 Prozent im Jahr 2014. Im kommenden Jahr dürfte sich der Produktionsanstieg auf 2,2 Prozent verlangsamen, da sich die Produktionslücke voraussichtlich schließt. Die Verbraucherpreisinflation dürfte in beiden Jahren nahe ihrem Zielwert von 2,0 Prozent liegen.

### **Konjunkturaufschwung in Mittel- und Osteuropa verliert etwas an Kraft**

In den mittel- und osteuropäischen Mitgliedsländern der Europäischen Union war die Konjunktur bis ins ers-

te Halbjahr 2014 recht kräftig, sie hat im Sommer allerdings etwas Schwung verloren. Die Abschwächung ist überwiegend auf geringere Exportzuwächse zurückzuführen. Die Inlandsnachfrage blieb dagegen zumeist aufwärts gerichtet – das betrifft sowohl die Investitionen als auch den privaten Konsum. Besonders stark nahm die Wirtschaftsleistung in der ersten Jahreshälfte in Polen und Ungarn zu. Die beiden Länder profitieren schon seit einiger Zeit im besonderen Maß von Infrastrukturinvestitionen, die aus EU-Mitteln kofinanziert werden. Die Produktionsentwicklung in der Tschechischen Republik ähnelte, mit einem starken ersten Quartal und Stagnation im zweiten, dem Verlauf in Deutschland. In Rumänien ging die Produktion wegen schwacher Ausrüstungsinvestitionen zurück.

Bis in den Sommer hinein sank die Arbeitslosigkeit in den EU-Mitgliedsländern Mittel- und Osteuropas vielfach, der Rückgang dürfte sich aber in der zweiten Jahreshälfte wegen der abgeschwächten Konjunktur kaum noch fortsetzen. Aufgrund der verbesserten Lage auf den Arbeitsmärkten sind die Reallöhne gestiegen. Dabei hilft, dass die Preisdynamik überall niedrig ist. Dabei spielt der Rückgang der Welt-Energiepreise eine wichtige Rolle. Die Verbraucherpreisinflation dürfte aber im Jahr 2014 im Schnitt der Länder sogar noch etwas tiefer liegen als im Euroraum. Dies geht zum Teil auf die gesunkenen Nahrungsmittelpreise aufgrund der besonders guten Ernten im Vorjahr zurück. Für dieses und nächstes Jahr ist mit einer weiterhin niedrigen Inflation zu rechnen, zumal der Druck auf die Lebensmittelpreise, der von dem russischen Verbot von Nahrungsmittelimporten ausgeht, den Preisanstieg dämpft. Wie die EZB – in Mittel- und Osteuropa verantwortlich für die Geldpolitik in der Slowakei, Slowenien, Estland, Lettland und ab 2015 auch in Litauen –, so haben auch die ungarische und rumänische Zentralbank auf die Preisentwicklung mit Leitzinssenkungen reagiert. Weitere Zinssenkungen sind bis zum Ende des Jahres in beiden Ländern und auch in Polen wahrscheinlich.

Die Finanzpolitik ist im Jahr 2014 vielfach (etwa in der Tschechischen Republik und Ungarn) nicht mehr restriktiv ausgerichtet. In Tschechien sind umfangreiche öffentliche Infrastrukturinvestitionen im Prognosezeitraum vorgesehen. Mit einer Steigerung der öffentlichen Ausgaben gegen Ende des Jahres ist wegen der anstehenden Präsidentschaftswahlen auch für Rumänien zu rechnen. In Polen wird zwar vorläufig weiter konsolidiert, die polnische Regierung hat aber mit der Übernahme der von den Pensionsfonds gehaltenen Staatsschuldtitel ihren finanzpolitischen Spielraum wesentlich erweitert.

Die niedrigen Zinsen und die mit EU-Fördergeldern bezuschussten Infrastrukturinvestitionen werden die

Konjunktur im Prognosezeitraum weiter stützen. Zudem stärken die niedrigen Inflationsraten die Kaufkraft und das Konsumentenvertrauen, sodass auch der private Konsum als Konjunkturstütze wirkt. Hingegen kommen von der Außenwirtschaft eher dämpfende Impulse: Die Erholung im Euroraum bleibt zögerlich, und der Konflikt Russlands mit dem Westen verunsichert und führt zu Exportausfällen. Allerdings ist für die meisten Wirtschaften Mitteleuropas die Bedeutung der Absatzmärkte Russland und Ukraine begrenzt: Der Anteil der Exporte in die beiden Länder an den Gesamtausfuhren (Waren) lag im Jahr 2013 bei 4,5 Prozent für die Tschechische Republik, für Ungarn bei 5,5 Prozent und für

Polen bei 8 Prozent. Selbst in den baltischen Volkswirtschaften, bei denen der Anteil in einer Größenordnung von 15 Prozent bis reichlich 20 Prozent liegt, ist die Konjunktur bisher kaum beeinträchtigt worden. Dass auch die Finanzmärkte keine dramatischen Risiken für die mittel- und osteuropäischen Mitgliedstaaten der EU sehen, lässt sich am Rückgang der Renditen für langfristige Staatstitel dieser Länder im Laufe des Jahres 2014 erkennen.

Die Institute prognostizieren für die Region einen Produktionszuwachs in den Jahren 2014 und 2015 von jeweils etwa 2,5 Prozent.

### 3. Die wirtschaftliche Lage in Deutschland

#### Überblick

Die deutsche Konjunktur hat sich abgekühlt. Nach einem starken Jahresauftakt ist die Produktion im zweiten Quartal 2014 um 0,2 Prozent gegenüber dem Vorquartal gesunken. Dass die aufgrund der ungewöhnlich milden Witterung starke Dynamik am Jahresanfang nicht anhalten würde, war erwartet worden. Der Rückgang der Produktion kam allerdings unerwartet. Günstige Finanzierungsbedingungen, eine zunehmende Kapazitätsauslastung und die in Unternehmensumfragen zum Ausdruck kommende Zuversicht hatten insbesondere eine Beschleunigung der Investitionen erwarten lassen.

Eine Investitionsbelebung ist allerdings nicht eingetreten. Vielmehr hat sich die Konjunktur seit dem Frühjahr eingetrübt. Darauf deutet etwa das ifo Geschäftsklima hin, das sich seit Mai fünf Monate in Folge verschlechtert hat. Mehrere Faktoren dürften hierzu beigetragen haben. Die weltwirtschaftliche Produktion expandierte mit einem unerwartet mäßigen Tempo, insbesondere der Euroraum befindet sich nach wie vor in einer Schwächephase. Internationale Krisen wie der weiter schwelende russisch-ukrainische Konflikt und die kriegerischen Auseinandersetzungen in Syrien und im Irak trübten die wirtschaftlichen Aussichten zusätzlich ein. Aber auch die deutsche Binnennachfrage zeigt deutliche

Zeichen von Schwäche. Die privaten Konsumausgaben stiegen im zweiten Quartal nur wenig, und das Konsumklima verschlechterte sich zuletzt. Die Unternehmensinvestitionen gingen im zweiten Quartal zurück, und kaum etwas spricht dafür, dass sich die Investitionszurückhaltung bald legen wird.

Vor diesem Hintergrund ist der konjunkturelle Ausblick für Deutschland verhalten. Im dritten Quartal wird die gesamtwirtschaftliche Produktion lediglich stagniert haben (Tabelle 6). Die Industrieproduktion dürfte erneut gesunken sein. Die Frühindikatoren sprechen dafür, dass die Expansion bis zum Jahresende schwach bleiben wird. So waren die Auftragseingänge im Durchschnitt der Monate Juli und August niedriger als im zweiten Quartal. Alles in allem wird das Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2014 voraussichtlich um 1,3 Prozent steigen (Tabelle 7). Das 68-Prozent-Prognoseintervall reicht dabei von 1,1 Prozent bis 1,5 Prozent.<sup>8</sup> Wegen der Stagnation im zweiten Halbjahr wird die Auslastung der deutschen Wirtschaft zurückgehen, die Produktionslücke bleibt negativ (siehe Kapitel 4).

<sup>8</sup> Die Institute berechnen das Prognoseintervall aus den Prognosefehlern der Vergangenheit.

Tabelle 6

#### Quartalsdaten zur Entwicklung der Verwendungskomponenten des realen Bruttoinlandsprodukts<sup>1</sup>

Veränderung gegenüber dem Vorquartal in Prozent

	2012				2013				2014				2015			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Private Konsumausgaben	-0,2	0,2	0,2	0,0	0,2	0,6	0,7	-0,8	0,8	0,1	0,3	0,2	0,4	0,4	0,5	0,5
Öffentlicher Konsum	0,0	0,7	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,6	-0,1	0,4	0,1	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,4
Ausrüstungen	0,8	-3,1	-0,9	0,7	-3,7	2,3	-0,5	2,1	2,1	-0,4	0,3	0,0	0,8	1,2	1,8	1,8
Bauten	0,5	0,6	-0,1	-0,7	-2,8	3,0	1,8	0,7	4,1	-4,2	0,2	0,8	0,7	0,6	0,7	0,7
Sonstige Anlagen	-1,2	0,8	0,8	-0,3	0,7	0,0	0,2	0,2	1,2	0,1	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,5
Vorratsinvestitionen <sup>2</sup>	-0,3	-0,7	-0,5	0,6	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,2	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0
Inländische Verwendung	-0,4	-0,6	-0,5	0,7	-0,2	0,7	0,7	0,0	0,9	0,1	0,1	0,2	0,4	0,5	0,5	0,6
Außenbeitrag <sup>2</sup>	0,7	0,7	0,5	-1,1	-0,2	0,1	-0,4	0,5	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0
Exporte	1,6	1,2	1,0	-2,1	0,7	1,4	0,7	1,7	0,0	0,9	0,5	0,6	0,9	1,2	1,2	1,2
Importe	0,2	-0,3	-0,2	0,2	1,2	1,3	1,7	0,7	0,5	1,6	0,9	1,0	1,3	1,5	1,5	1,5
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	<b>0,3</b>	<b>0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>

<sup>1</sup> Saison- und kalenderbereinigte Werte.

<sup>2</sup> Beitrag zur Veränderung des Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten (Lundberg-Komponenten).

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2014: Prognose der Institute.

Tabelle 7

**Eckdaten der Prognose für Deutschland**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Reales Bruttoinlandsprodukt (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent)	4,1	3,6	0,4	0,1	1,3	1,2
Erwerbstätige im Inland in 1 000 Personen	41 020	41 570	42 033	42 281	42 605	42 653
Arbeitslose in 1 000 Personen	3 239	2 976	2 897	2 950	2 908	2 963
Arbeitslosenquote BA <sup>1</sup> in Prozent	7,7	7,1	6,8	6,9	6,7	6,8
Verbraucherpreise <sup>2</sup> (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent)	1,1	2,1	2,0	1,5	1,0	1,4
Lohnstückkosten <sup>3</sup> (Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent)	-1,5	0,4	3,1	2,2	1,8	2,3
Finanzierungssaldo des Staates <sup>4</sup>						
in Milliarden Euro	-104,0	-21,8	3,7	7,3	7,8	2,9
in Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts	-4,0	-0,8	0,1	0,3	0,3	0,1
Leistungsbilanzsaldo						
in Milliarden Euro	146,7	164,0	196,2	191,9	200	196
in Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts	5,7	6,1	7,1	6,8	6,9	6,6

1 Arbeitslose in Prozent der zivilen Erwerbspersonen (Definition gemäß der Bundesagentur für Arbeit).

2 Verbraucherpreisindex 2010 = 100.

3 Im Inland entstandene Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmerstunde bezogen auf das reale Bruttoinlandsprodukt je Erwerbstätigenstunde.

4 In der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (ESVG 2010).

Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit; Deutsche Bundesbank; 2014 und 2015: Prognose der Institute.

© GD Herbst 2014

Die konjunkturelle Schwäche hinterlässt erste Spuren auf dem Arbeitsmarkt: Der Beschäftigungsaufbau hat sich verlangsamt, und die registrierte Arbeitslosigkeit hat zuletzt geringfügig zugenommen. Die Inflationsrate ist niedrig. Im September lagen die Verbraucherpreise um 0,8 Prozent über dem Vorjahr, wozu auch externe Faktoren, wie der Rückgang der Energiepreise, beigetragen haben. Im dritten Quartal ist der saisonbereinigte Verbraucherpreisindex im Vergleich zum Vorquartal allerdings etwas stärker gestiegen als zuvor. Die Verbraucherpreis-inflation dürfte im Jahr 2014 bei 1,0 Prozent liegen.

Die Aussichten für die Konjunktur sind auch deshalb gedämpft, weil Gegenwind von der Wirtschaftspolitik kommt. Zwar gehen von der Finanzpolitik, gemessen an den diskretionären Maßnahmen, expansive Impulse aus, doch wirken das Rentenpaket und die Einführung des flächendeckenden Mindestlohns wachstumshemmend. Auch nutzt die Bundesregierung ihren finanziellen Spielraum zu wenig für investive Zwecke. All dies wirkt sich wohl negativ auf die private Investitionsneigung aus. Dass die Bundesregierung der Konsolidierung des Staatshaushaltes eine herausgehobene Bedeutung zukommen lässt, ist zu begrüßen. Angesichts erwarteter öffentlicher Finanzierungsüberschüsse in Höhe von 0,3 Prozent und 0,1 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt für die Jahre 2014 und 2015 wäre eine Minderung der Abgabenbelastung allerdings durchaus möglich.

Die Geldpolitik ist zwar nach wie vor bemüht, stimulierend auf die Konjunktur im Euroraum zu wirken. In Deutschland sind dadurch die Zinsen sehr niedrig. Allerdings dürften die jüngst beschlossenen Maß-

nahmen kaum zusätzliche Impulse für die Realwirtschaft entfalten.

Trotz der leicht expansiven Finanzpolitik und der weiterhin niedrigen Zinsen dürfte die deutsche Wirtschaft auch im kommenden Jahr deutlich unterausgelastet sein. Der Produktionsanstieg im Jahr 2015 wird wohl geringer ausfallen als bisher erwartet (Kasten 2); die Institute prognostizieren, dass das Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2015 um 1,2 Prozent zunehmen wird; kalenderbereinigt entspricht dies nur einem Anstieg um 1,0 Prozent (Tabelle 8). Das 68-Prozent Prognoseintervall reicht von -0,3 bis 2,7 Prozent.

Die Exporte dürften dabei nur verhalten und langsamer als die Einfuhren zunehmen, so dass die Außenwirtschaft rechnerisch einen leicht negativen Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Expansion beisteuert. Der Anstieg der Inlandsnachfrage wird sich im Verlauf des kommenden Jahres zwar etwas beschleunigen, aufgrund der ungünstigeren Absatzperspektiven dürften die Ausgaben der Unternehmen für Ausrüstungen und Bauten aber nur allmählich ausgeweitet werden. Hinzu kommt, dass der flächendeckende Mindestlohn zwar trotz zu erwartender negativer Beschäftigungseffekte die Lohnsumme erhöhen, aber die Unternehmensgewinne senken wird.<sup>9</sup> Per Saldo dürfte die reale gesamtwirtschaftliche Nachfrage vom Mindestlohn wohl nicht stimuliert wer-

<sup>9</sup> Zu den gesamtwirtschaftlichen Effekten des flächendeckenden Mindestlohns vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, a. a. O., Kasten 2, S. 1064 ff.

den.<sup>10</sup> Zum Teil wird der durch den Mindestlohn induzierte Kostenanstieg auf die Preise überwältigt werden. Die Verbraucherpreise werden im Jahr 2015 wohl um 1,4 Prozent steigen; davon dürften 0,2 Prozentpunkte auf den Mindestlohn zurückgehen. Die Zahl der Arbeitslosen wird im Jahresdurchschnitt leicht um 56 000 Personen steigen, die Arbeitslosenquote wird im Jahr 2015 wohl 6,8 Prozent betragen.

Risiken für die Prognose gehen von den kriegerischen Auseinandersetzungen in der Ukraine und im arabischen Raum aus. Schwer einzuschätzen ist ferner die weitere wirtschaftliche Dynamik in China; die Häuserpreise fallen gegenwärtig in vielen chinesischen Städten, und der Immobiliensektor ist für die dortige Wirtschaft von besonders großer Bedeutung. Da der geldpolitische und in den meisten Ländern auch der finanzpolitische Spielraum für eine expansive Wirtschaftspolitik eng begrenzt ist, hätte die Wirtschaftspolitik einem weltweiten Konjunkturreinbruch wenig entgegenzusetzen. Ferner könnten in den Bankbilanzen im Euroraum noch größere Risiken schlummern. Darüber wird die Prüfung der Qualität der Aktiva durch die EZB nähere Auskunft geben. Sollten Altlasten in den Bankbilanzen nicht zügig bereinigt werden, dürften in einigen Ländern des Euroraums weiterhin angebotsseitige Kreditrestriktionen bestehen, die dann auch die Konjunktur auf längere Sicht dämpfen würden.

Nach der hier vorgelegten Prognose kommt die Investitionskonjunktur nur schleppend in Schwung, auch wegen des Gegenwinds von der Wirtschaftspolitik.<sup>11</sup> Allerdings könnte es auch zu einer besseren konjunkturellen Entwicklung in Deutschland kommen. Sollte die Bundesregierung auf eine wachstumsorientierte Wirtschaftspolitik umschwenken, könnten sich die Rahmenbedingungen für nachhaltiges Wirtschaftswachstum verbessern und sich bereits kurzfristig in höheren Investitionsausgaben niederschlagen.

### Rahmenbedingungen und Annahmen für die Prognose

Die Prognose beruht auf folgenden Annahmen: Rohöl der Sorte Brent kostet im Durchschnitt dieses Jahres 105 und im kommenden Jahr 100 US-Dollar pro Barrel. Der Welthandel nimmt im Jahr 2014 um 2,9 Prozent und im Jahr 2015 um 4,3 Prozent zu. Der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar liegt im Prognosezeitraum bei 1,30 US-Dollar/Euro. Die EZB wird den

<sup>10</sup> Vgl. Döhrn, R. (2014), Falsche Hoffnungen: Der Mindestlohn gibt kaum Impulse für die Konjunktur. RWI Position #58, 27. Mai 2014.

<sup>11</sup> Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2014), a. a. O., S. 60-68.

Tabelle 8

### Statistische Komponenten der Veränderungsrate des Bruttoinlandsprodukts

In Prozent

	2013	2014	2015
Statistischer Überhang <sup>1</sup>	-0,2	0,7	0,0
Jahresverlaufsrate <sup>2</sup>	1,1	0,6	1,6
Jahresdurchschnittliche Veränderung, kalenderbereinigt	0,2	1,3	1,0
Kalendereffekt <sup>3</sup>	-0,1	0,0	0,2
Jahresdurchschnittliche Veränderung	0,1	1,3	1,2

<sup>1</sup> Saison- und kalenderbereinigtes reales BIP im vierten Quartal des Vorjahres in Relation zum Quartalsdurchschnitt des Vorjahres.

<sup>2</sup> Saison- und kalenderbereinigtes reales BIP im vierten Quartal in Relation zum entsprechenden Quartal des Vorjahres.

<sup>3</sup> In Prozent des realen BIP.

Quellen: Statistisches Bundesamt; 2014 und 2015: Prognose der Institute.

© GD Herbst 2014

Hauptrefinanzierungssatz bis Ende 2015 bei 0,05 Prozent belassen. Es werden keine weiteren geldpolitischen Maßnahmen unterstellt.

### Zinsen in Deutschland weiter sehr niedrig

Die Zinsen in Deutschland sind weiterhin sehr günstig. Bei Leitzinsen nahe Null sind sowohl die Umlaufrenditen am Kapitalmarkt als auch die Kreditzinsen sehr niedrig. Die Umlaufrenditen zogen zwar zu Beginn des Jahres leicht an, sinken seitdem aber kontinuierlich. Zehnjährige deutsche Staatsanleihen rentierten Anfang Oktober bei 0,9 Prozent, rund 60 Basispunkte weniger als noch im April. Zinsen für Neukredite an nichtfinanzielle Unternehmen lagen im August bei 1,8 Prozent und damit 30 Basispunkte niedriger als im April. Ähnliches gilt für Immobilienkredite an private Haushalte, für die die Zinsen mit 2,4 Prozent auf historischem Tiefststand lagen.

Trotz der niedrigen Zinsen war die Kreditentwicklung schwach. Die Ausleihungen an den Unternehmenssektor nahmen in der ersten Jahreshälfte erneut nur wenig zu; nach nur 0,5 Prozent im April lag die Zuwachsrate im August bei 1,1 Prozent im Vorjahresvergleich. Die Kreditvergabe an private Haushalte entwickelte sich dynamischer. Dabei stiegen Immobilienkredite mit zuletzt 2,1 Prozent kräftiger als Konsumentenkredite, die um 0,6 Prozent zulegten. Laut Umfrage des *Bank Lending Survey* der EZB erwarten die Banken, dass in den kommenden drei Monaten lediglich bei der Vergabe von Immobilienkrediten an private Haushalte noch mit einer Zunahme zu rechnen ist.

Für den Prognosezeitraum gehen die Institute davon aus, dass sich die Niedrigzinsphase fortsetzen wird. Die Umlaufrenditen deutscher Staatsanleihen und die

## Kasten 2

**Zur Veränderung der Prognose gegenüber dem Frühjahr 2014**

Die vorliegende Prognose ist mit der vom Frühjahr 2014 nur eingeschränkt vergleichbar, weil sich infolge der Generalrevision 2014 der VGR die statistische Grundlage der Prognose geändert hat (vgl. Kasten 3).

Für den Zuwachs des realen BIP im Jahresdurchschnitt 2014 wurde von den Instituten im Frühjahr eine Rate von 1,9 Prozent prognostiziert. Im Jahresverlauf sollte die Produktion deutlich steigen, getrieben von der Binnennachfrage. Die Wohnungsbauinvestitionen würden weiterhin von den niedrigen Zinsen angeregt, die öffentlichen Bauinvestitionen sollten von der guten Finanzausstattung vieler Kommunen und Mitteln aus dem Fluthilfefonds profitieren. Die außerordentlich günstigen Finanzierungsbedingungen und die zunehmende Auslastung der Produktionskapazitäten deuteten auf eine weitere Beschleunigung der Ausrüstungsinvestitionen hin. Der größte Beitrag zum Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion sollte vom privaten Konsum kommen, der von spürbaren Lohnsteigerungen, einem anhaltenden Beschäftigungsaufbau und zunehmenden Transfers getrieben würde. Vom Außenhandel sollten hingegen nur geringe Impulse ausgehen. Zwar war eine beschleunigte Zunahme der Exporte im Gefolge der zunehmenden weltwirtschaftlichen Dynamik erwartet worden, stärker noch würden aber die Importe steigen, dies nicht zuletzt aufgrund der kräftigen Zunahme der Ausrüstungsinvestitionen.

Nach heutiger Einschätzung waren die Erwartungen bezüglich der jahresdurchschnittlichen Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion wie auch des unterjährigen konjunkturellen Verlaufs zu optimistisch. Zwar war der kräftige Anstieg des BIP im ersten Quartal, zu dem auch ungewöhnlich mildes Winterwetter beigetragen hatte, mit 0,8 Prozent nahezu korrekt prognostiziert worden (amtlich: 0,7 Prozent). Die Entwicklung im Folgequartal verlief aber schlechter als im Frühjahrsgutachten geschätzt. Zwar hatten die Institute aufgrund des absehbaren Rückpralleffekts mit einem merklich verringerten Expansionstempo (0,3 Prozent) gerechnet, de facto kam es

aber zu einem Rückgang des realen BIP (–0,2 Prozent). Auch der konjunkturelle Verlauf in der zweiten Jahreshälfte dürfte nach Einschätzung der Institute deutlich ungünstiger ausfallen als im Frühjahrsgutachten angenommen. Für das dritte Quartal deuten die Frühindikatoren auf eine Stagnation hin. Im Jahresendquartal 2014 dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion voraussichtlich wenig expandieren. Alles in allem wird die Prognose der jahresdurchschnittlichen Zuwachsrate des realen BIP für das Jahr 2014 im vorliegenden Herbstgutachten deutlich, und zwar um 0,6 Prozentpunkte, auf 1,3 Prozent gesenkt (vgl. Tabelle).

Die Abwärtskorrektur betrifft alle Verwendungsaggregate: Beim privaten Konsum schlägt zu Buche, dass der statistische Überhang aus dem Jahr 2013 im Zuge der Generalrevision in einen Unterhang verkehrt wurde, was für sich genommen die Jahresänderungsrate um 0,3 Prozentpunkte nach unten zieht. Bei den Ausrüstungsinvestitionen schlägt der Rückgang im zweiten Quartal zu Buche, zudem wird die Entwicklung im zweiten Halbjahr 2014 moderater eingeschätzt. Bei den Bauinvestitionen wird die Zuwachsrate um 1,1 Prozentpunkte zurückgenommen, auch hier aufgrund der ungünstigen Entwicklung im zweiten Quartal 2014. Zudem hat sich der Überhang durch die Revision der VGR verringert. Die größte Korrektur der Prognose der inländischen Verwendung gibt es bei den Investitionen in sonstige Anlagen, was allerdings auf die geänderte statistische Abgrenzung dieses Aggregats zurückzuführen ist (jetzt: einschließlich der Investitionen in Forschung und Entwicklung). Größere Änderungen der statistischen Basis gab es auch beim Außenhandel. Allerdings ist die Änderung der Prognose vor allem Folge einer schwächeren Einschätzung der weltwirtschaftlichen Dynamik und der Binnennachfrage. Da die Exportprognose im vorliegenden Gutachten stärker zurückgenommen wurde als die Importprognose, verringert sich der erwartete Wachstumsbeitrag des Außenbeitrags von +0,3 Prozentpunkten auf –0,2 Prozentpunkte.

Kreditzinsen in Deutschland dürften nur geringfügig steigen und in längerfristiger Perspektive sehr niedrig bleiben.

**Finanzpolitik expansiv ausgerichtet**

Die Finanzpolitik ist im Prognosezeitraum expansiv ausgerichtet (vgl. Tabelle 9), vor allem weil Leistungen der Sozialversicherungen ausgeweitet werden. Seit Mitte des laufenden Jahres können Versicherte, die min-

destens 45 Beitragsjahre aufweisen, ohne Abschläge vorzeitig in den Ruhestand treten (abschlagsfreie Rente ab 63) und die Anerkennung von Kindererziehungszeiten bei der Rentenberechnung („Mütterrente“) wurde ausgeweitet. Zudem werden Änderungen bei der Rente wegen Erwerbsunfähigkeit wie auch bei den Rehabilitationsleistungen zu Mehrausgaben führen. Zu Beginn des kommenden Jahres werden die Leistungen der Pflegeversicherung erhöht. Aber auch in anderen Bereichen zeichnen sich Mehrausgaben ab. So werden

Tabelle

**Prognose und Pronosekorrektur für das Jahr 2014**

Jahresdurchschnitte

	Frühjahrgutachten		Herbstgutachten		Prognosekorrektur für 2014 Prognosekorrektur	
	Prognosewerte für 2014		Prognosewerte für 2014		Differenz der Wachstumsraten bzw. -beiträge	
	Veränderung in % gegenüber Vorjahr (1)	Wachstumsbeitrag in %-Punkten <sup>1</sup> (2)	Veränderung in % gegenüber Vorjahr (3)	Wachstumsbeitrag in %-Punkten <sup>1</sup> (4)	Spalte (3) abzüglich Spalte (1) (5)	Spalte (4) abzüglich Spalte (2) (6)
<b>Inlandsnachfrage</b>	1,8	1,7	1,6	1,5	-0,2	-0,2
Privater Konsum	1,5	0,9	0,8	0,5	-0,7	-0,4
Staatlicher Konsum	1,0	0,2	0,9	0,2	-0,1	0,0
Ausrüstungen	5,6	0,4	3,8	0,2	-1,8	-0,2
Bauten	4,4	0,4	3,3	0,3	-1,1	0,1
Sonstige Anlageinvestitionen	4,6	0,1	1,8	0,1	-2,8	0,0
Vorratsveränderungen	-	-0,2	-	0,2	-	0,4
<b>Außenbeitrag</b>	-	0,3	-	-0,2	-	-0,5
Ausfuhr	5,9	3,0	3,2	1,5	-2,7	-1,5
Einfuhr	6,1	-2,7	4,2	-1,7	-1,9	1,0
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	1,9	1,9	1,3	1,3	-0,6	-0,6
<i>Nachrichtlich:</i>						
Bruttoinlandsprodukt USA	2,7	-	2,0	-	-	-
Bruttoinlandsprodukt Euroraum	1,1	-	0,8	-	-	-
Welthandel	4,5	-	2,9	-	-	-
Verbraucherpreise	1,3	-	1,0	-	-	-

<sup>1</sup> Beiträge der Nachfragekomponenten zur Veränderung des Bruttoinlandsprodukts (Lundberg-Komponenten). Der Wachstumsbeitrag einer Nachfragekomponente ergibt sich aus der Wachstumsrate gewichtet mit dem nominalen Anteil des Aggregats am Bruttoinlandsprodukts aus dem Vorjahr. Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen. Angaben für das Bruttoinlandsprodukt: Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %.

Quelle: Berechnungen der Institute.

© GD Herbst 2014

Die Korrekturen im bisherigen Jahresverlauf 2014 sowie die geänderte Einschätzung der aktuellen Konjunktur schlagen sich in einer deutlichen Revision der BIP-Prognose für das Jahr 2015 nieder. In der aktuellen Vorausschätzung ist ein erheb-

lich niedrigerer statistischer Überhang angelegt, der in einer Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion von lediglich 1,2 Prozent resultiert; im Vergleich zur Frühjahrsprognose bedeutet dies eine Abwärtskorrektur um 0,8 Prozentpunkte.

die Mittel für Verkehrsinfrastrukturinvestitionen aufgestockt, die Forschungsausgaben erhöht und die zur Beseitigung der Flutschäden bereitgestellten Mittel verausgabt. Zudem werden zusätzliche Gelder in den Ausbau von Kindertagesstätten fließen; diese werden wohl zeitnah abgerufen, denn viele Kommunen können den gesetzlichen Anspruch für Kinder ab dem vollendeten ersten Lebensjahr auf einen Platz in einer Kindertagesstätte noch immer nicht gewährleisten. Diesen expansiven Impulsen steht das Bemühen einiger Länder und

Kommunen entgegen, ihre Haushalte durch weitere Einsparungen im Vollzug besser aufzustellen.

Auch einnahmeseitig dürften von der Finanzpolitik im Prognosezeitraum geringe expansive Impulse ausgehen. Zwar wird der Beitragssatz zur sozialen Pflegeversicherung zu Beginn des kommenden Jahres um 0,3 Prozentpunkte angehoben, dem stehen aber Senkungen in anderen Bereichen entgegen. In der Krankenversicherung werden die Kassen ab Anfang kommenden Jahres den

Tabelle 9

**Finanzpolitische Maßnahmen<sup>1</sup>**

Entlastungen (+) und Belastungen (–) des gesamtstaatlichen Haushalts in Milliarden Euro gegenüber 2013

	2014	2015
Alterseinkünftegesetz	–1,1	–2,2
Erhöhung des Grundfreibetrags bei der Einkommensteuer	–1,5	–1,7
Erhöhung der Tabaksteuer	0,2	0,3
Sonstige steuerliche Maßnahmen <sup>2</sup>	–0,5	–0,5
Schrittweise Abschaffung der Eigenheimzulage	0,3	0,4
Zusätzliche Ausgaben des Bundes für Verkehrsinfrastrukturinvestitionen	–0,5	–1,1
Ausgaben zur Beseitigung von Flutschäden		–0,5
Senkung der Maut zum 1.1.2015		–0,2
Zusätzliche investive Ausgaben <sup>3</sup>	–0,3	–1,3
Einführung des Betreuungsgelds	–0,5	–1,0
Einsparungen im Haushaltsvollzug	0,3	0,6
Erhöhung des Beitragssatzes zur Pflegeversicherung zum 1.1.2015 um 0,3 Prozentpunkte		3,5
Senkung des Zusatzbeitrages zur gesetzlichen Krankenversicherung im Jahr 2015 um 0,1 Prozentpunkte		–1,1
Senkung des Beitragssatzes zur gesetzlichen Rentenversicherung zum 1.1.2015 um 0,3 Prozentpunkte		–3,3
Leistungsverbesserungen in der gesetzlichen Rentenversicherung <sup>4</sup>	–4,5	–9,0
Gesetz zur Neuausrichtung der Sozialen Pflegeversicherung	–0,1	–0,8
Leistungsausweitungen in der Pflegeversicherung		–2,4
Insgesamt	–9,2	–20,3
Insgesamt, in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt in Prozent	–0,3	–0,7

1 Ohne makroökonomische Rückwirkungen, ohne Maßnahmen im Zusammenhang mit der Banken- und der EU-Schuldenkrise.

2 Urteil zum Ehegattensplitting bei eingetragenen Lebensgemeinschaften, Amtshilferichtlinie-Umsetzungsgesetz, Einführung einer Brennelementesteuer, Gesetz zur Änderung und Vereinfachung der Unternehmensbesteuerung und des steuerlichen Reisekostenrechts, Zweite Verordnung zur Änderung der Energiesteuer- und der Stromsteuer-Durchführungsverordnung.

3 Aufstockung der Kindertagesstätten-Ausgaben im Zuge des Verhandlungen über den Fiskalpakt, Aufstockung der Kindertagesstätten-Ausgaben, der Ausgaben im Hochschulbereich sowie der Mittel für die außeruniversitäre Forschung aufgrund des Koalitionsvertrages.

4 Mütterrente, abschlagsfreier Rentenzugang mit 63 Jahren für Versicherte mit 45 Beitragsjahren, Lebensleistungsrente, Änderungen bei der Rente wegen Erwerbsunfähigkeit, Änderungen bei den Leistungen für Rehabilitation.

Quellen: BMF; Berechnungen und Schätzungen der Institute.

© GD Herbst 2014

bisher einheitlichen, allein von den Arbeitnehmern zu zahlenden Zusatzbeitrag individuell festsetzen können. Dies dürfte zur Folge haben, dass die Krankenkassen, deren Vermögenslage es zulässt, geringere Beiträge als bislang erheben, um auf diese Weise für Kunden attraktiver zu werden. In der Prognose ist angenommen, dass der durchschnittliche Beitragssatz dadurch um 0,1 Prozentpunkte sinkt. Auch der Beitragssatz zur gesetzlichen Rentenversicherung dürfte im kommenden Jahr zurückgehen. Nach den Bestimmungen des Sozialgesetzbuchs soll der Beitragssatz zur Rentenversicherung dann angepasst werden, wenn die Nachhaltigkeitsrücklage der Rentenkassen am Ende des kommenden Jahres voraussichtlich höher als das 1,5-fache einer Monatsausgabe sein wird. Trotz der beschlossenen Mehrausgaben dürfte dies Ende des Jahres 2015 der Fall sein. Hier wird davon ausgegangen, dass die Politik diese Anpas-

sung nicht erneut aussetzen wird; in diesem Fall dürfte der Beitragssatz zur Rentenversicherung zu Beginn des kommenden Jahres um 0,3 Prozentpunkte zurückgeführt werden. Die Steuerzahler wurden in diesem Jahr nochmals durch eine Erhöhung des Grundfreibetrags in der Einkommensteuer um 1,5 Milliarden Euro entlastet. Dem stehen dem Volumen nach geringe Steuererhöhungen gegenüber, wie die Erhöhung der Tabaksteuer. Alles in allem wird von der Finanzpolitik im Jahr 2014 ein expansiver Impuls von 0,3 Prozent und im kommenden Jahr von 0,4 Prozent in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt ausgehen.

**Die Entwicklung im Einzelnen****Verhaltene Zunahme der Exporte, leicht dämpfende Impulse vom Außenbeitrag**

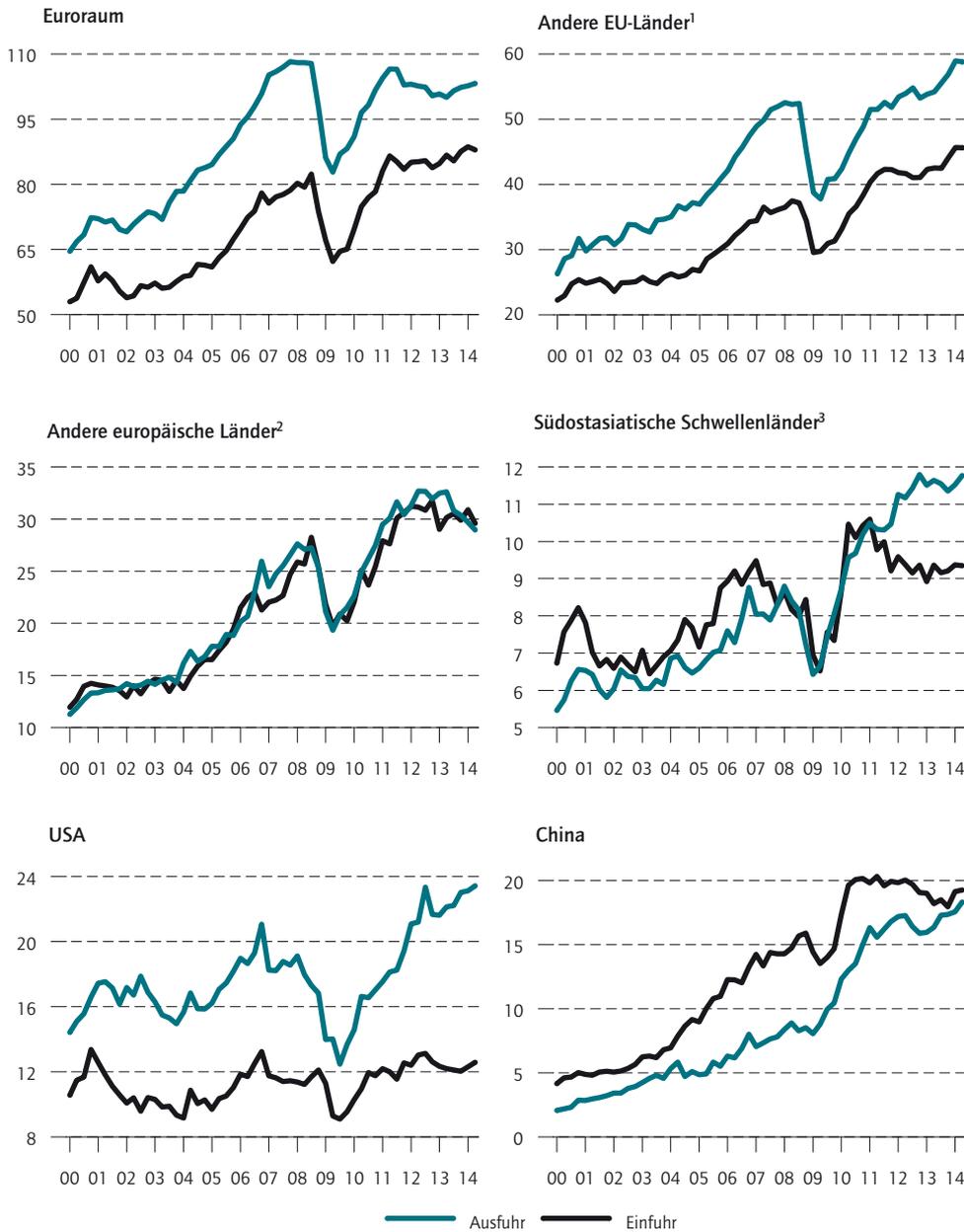
Die Ausfuhr ist in der ersten Jahreshälfte 2014 nur wenig gestiegen. Zum einen war die internationale Konjunktur etwas schwächer als im Jahresverlauf 2013. Zum anderen hatte der Euro in den eineinhalb Jahren zuvor deutlich aufgewertet. Der geringe Anstieg der Exporte um 0,9 Prozent im zweiten Quartal wurde vor allem von den Ausfuhren in die asiatischen Schwellenländer getragen, während die Lieferungen in den Euroraum nur geringfügig ausgeweitet wurden (Abbildung 6).

Für die zweite Hälfte dieses Jahres rechnen die Institute mit einer nur geringen Ausweitung der Exporte (Abbildung 7). Zwar sind die nominalen Warenausfuhren im Juli kräftig gestiegen. Allerdings ist dies wohl vor allem auf den späteren Beginn der Sommerferien zurückzuführen, aufgrund dessen weniger Urlaubstage als üblich in den Juli fielen. Im August und September dürften die Exporte dementsprechend gedämpft werden. Darauf deutet hin, dass die Auftragseingänge aus dem Ausland im Durchschnitt der Monate Juli und August nur verhalten gestiegen sind; auch die rückläufigen Importe von Vorleistungsgütern im zweiten Jahresviertel weisen in diese Richtung. Generell haben sich die Aussichten für die weltwirtschaftliche Entwicklung eingetrübt. Darauf deuten unter anderem die ifo Exporterwartungen hin, die sich seit Mai merklich verschlechtert haben. Im kommenden Jahr werden die Exporteure wohl von der moderaten Belebung im Euroraum profitieren. Stützend dürfte auch die effektive Abwertung des Euro seit März wirken, zumal der Preisauftrieb in Deutschland im Vergleich zu einigen Handelspartnern schwächer ist. Seit dem Höchststand des Euro hat sich der Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft um 2½ Prozent verbessert. Leicht dämpfend auf den Export dürften allerdings die Sanktionen im Handel mit Russland wirken. Für den Jahresdurchschnitt rechnen die Institute mit einer Zunahme

Abbildung 6

**Außenhandel Deutschlands nach Ländern und Regionen**

Spezialhandel; saisonbereinigte Quartalswerte in Milliarden Euro



1 Polen, Ungarn, Tschechien, Lettland, Litauen, Bulgarien, Dänemark, Rumänien, Schweden, Großbritannien, Kroatien.

2 Alle europäischen Länder außerhalb der EU.

3 Brunei Darussalam, Hongkong, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur, Republik Korea, Taiwan, Thailand.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute.

der Exporte um 3,2 Prozent in diesem und 4,4 Prozent im kommenden Jahr (Tabelle 10).

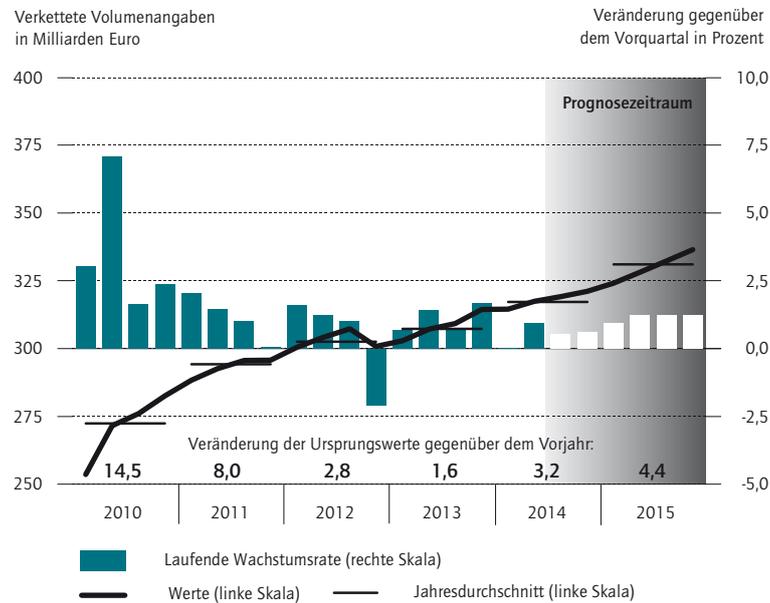
Die Importe legten im zweiten Quartal um 1,6 Prozent gegenüber dem Vorquartal und damit stärker als die Exporte zu. Bei den Investitionsgütereinfuhren waren

Zuwächse zu verzeichnen, die Vorleistungs- und Konsumgüterimporte gingen allerdings zurück. Während die Importe aus den USA und aus China spürbar stiegen, wurde aus den europäischen Ländern weniger importiert als im Vorquartal. Für die zweite Jahreshälfte zeichnet sich eine verlangsamte Zunahme der Importe

Abbildung 7

**Reale Exporte**

Saison- und kalenderbereinigter Verlauf



Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2014: Prognose der Institute.

© GD Herbst 2014

Tabelle 10

**Indikatoren zur Außenwirtschaft<sup>1</sup>**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent</b>						
Exporte, real	14,5	8,0	2,8	1,6	3,2	4,4
Waren	16,4	8,8	2,7	1,3	3,2	4,4
Dienstleistungen	5,5	3,6	3,6	3,1	3,5	4,6
Importe, real	12,9	7,2	0,0	3,1	4,2	5,7
Waren	14,2	7,9	-0,8	2,0	5,7	5,8
Dienstleistungen	8,2	4,4	3,2	7,5	-1,3	5,2
Terms of Trade	-2,3	-2,4	-0,5	1,5	1,4	0,2
Preisl. Wettbewerbsfähigkeit <sup>2</sup>	-4,1	-0,8	-3,0	2,1	0,5	-0,6
<b>In Milliarden Euro</b>						
Außenbeitrag, nominal	133,6	130,4	161,7	163,3	172,8	168,9
Leistungsbilanzsaldo <sup>3</sup>	146,7	164,0	196,2	191,9	200	196

1 In der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen.

2 Gegenüber 37 Handelspartnern, auf Basis der Verbraucherpreisindizes. Anstieg bedeutet eine Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit.

3 In der Abgrenzung der Zahlungsbilanzstatistik.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Deutsche Bundesbank; Berechnungen der Institute; 2014 und 2015: Prognose der Institute.

© GD Herbst 2014

te ab (Abbildung 8). Darauf deuten zum einen die nominalen Wareneinfuhren im Juli hin. Zum anderen wird die Nachfrage nach Gütern mit einem hohen Importgehalt – also Ausrüstungen und Exportgüter – nur

schwach ausgeweitet. Nach dem Jahreswechsel dürften die Einfuhren wieder stärker steigen, denn die Exporte nehmen dann etwas kräftiger zu und auch die Binnen- nachfrage wird leicht beschleunigt expandieren. Alles in allem werden die Einfuhren in diesem Jahr voraussichtlich um 4,2 Prozent steigen, im Jahr 2015 dürften sie um 5,7 Prozent zulegen.

Der Beitrag des Außenhandels zum Anstieg des Bruttoinlandsproduktes war in der ersten Jahreshälfte 2014 negativ, und auch in jahresdurchschnittlicher Betrachtung wird dies in den Jahren 2014 und 2015 der Fall sein (Tabelle 11). Der Leistungsbilanzsaldo in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt dürfte in diesem Jahr bei 6,9 Prozent und im Jahr 2015 bei 6,6 Prozent liegen.

Die Terms of Trade haben sich im zweiten Quartal weiter verbessert, denn die Einfuhrpreise gingen erneut stärker zurück als die Ausfuhrpreise. Vor allem die Importe von Energieträgern verbilligten sich deutlich. Für das dritte Quartal weisen die Außenhandelspreise auf einen leichten Anstieg des Exportdeflators hin, während der Importdeflator sich nicht verändern dürfte; die Terms of Trade werden sich also nochmals etwas verbessert haben. Im weiteren Verlauf dürften sich aber sowohl die Einfuhren als auch die Ausfuhren verteuern. Mit der sich belebenden Nachfrage im In- und Ausland werden sich die Preissetzungsspielräume der Unternehmen wohl etwas vergrößern, so dass die Außenhandelspreise im weiteren Verlauf geringfügig steigen. Im Jahresdurchschnitt 2015 werden die Terms of Trade nahezu stagnieren, nach einer Verbesserung um 1,4 Prozent im Jahr 2014.

**Ausrüstungsinvestitionen zunächst weiter schwach**

Nach einem kräftigen Jahresauftakt sind die Ausrüstungsinvestitionen im zweiten Quartal um 0,4 Prozent gesunken. Die privaten Ausrüstungsinvestitionen nahmen vor dem Hintergrund der eingetrübten Geschäftserwartungen der Unternehmen sogar um 1,6 Prozent ab. Allerdings dürfte sich auch die außergewöhnlich hohe Zahl an Ferien- und Brückentagen negativ auf die Auslieferung von Investitionsgütern ausgewirkt haben.

Die sich seit dem Frühjahr eintrübenden Absatzerwartungen der Unternehmen dürften sich auch im weiteren Verlauf dieses Jahres negativ in der Investitionstätigkeit niederschlagen. So sind die ifo Geschäftserwartungen der Investitionsgüterproduzenten bis zuletzt weiter gesunken, im September überwogen sogar die pessimistischen Einschätzungen. Auch die Inlandsumsätze des Investitionsgütergewerbes und die Bestellungen von Investitionsgütern aus dem Inland waren in den Sommermonaten alles in allem schwach.

Eine Besserung deutet sich erst für das kommende Jahr an. Insbesondere im Einklang mit den sich bessernden Exportperspektiven werden die Ausrüstungsinvestitionen dann wohl wieder etwas stärker, aber insgesamt nur zögerlich ausgeweitet. Hauptmotive dürften angesichts der im gesamten Prognosezeitraum unterdurchschnittlichen gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung der Ersatz und die Rationalisierung des Kapitalstocks bleiben. Stützend wirken dabei die sehr niedrigen Zinsen und die günstigen Kreditvergabestandards der Banken, die sich auch in der niedrigen Kredithürde zeigen. Zudem ist die Eigenmittelausstattung der Unternehmen generell gut, auch wenn sich die Ertragslage im Prognosezeitraum wohl etwas verschlechtert.

Vor allem wegen des hohen Niveaus zu Jahresbeginn werden die Ausrüstungsinvestitionen im Jahr 2014 voraussichtlich um 3,8 Prozent expandieren, nachdem sie in den vergangenen beiden Jahren rückläufig waren. Im kommenden Jahr dürften sie mit einer jahresdurchschnittlichen Zunahme um 4,1 Prozent etwas an Dynamik gewinnen (Abbildung 9).

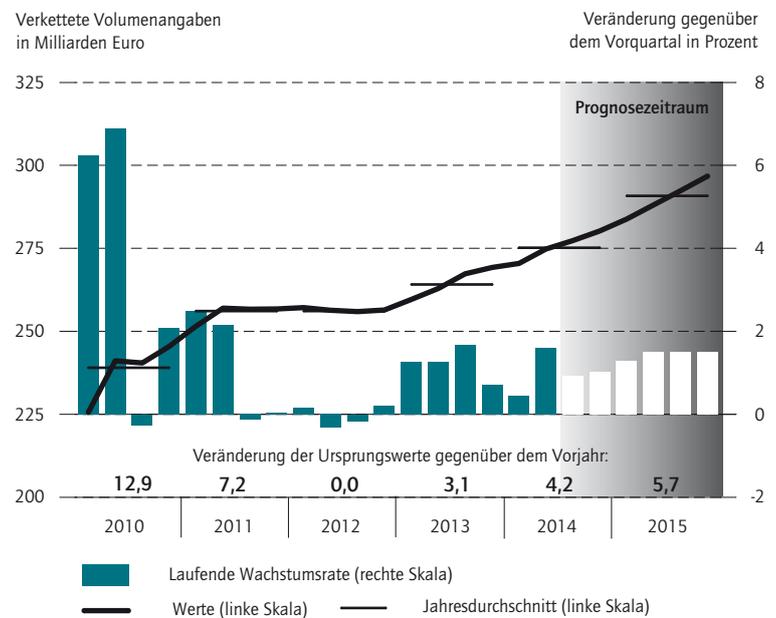
**Bauinvestitionen bleiben aufwärts gerichtet**

Die Baukonjunktur hatte einen guten Start in das Jahr 2014, weil die Bauunternehmen aufgrund des milden Winterwetters ihre Tätigkeit kaum einschränken mussten. Im zweiten Quartal gab es die erwartete Korrektur; zudem wurde die Produktion durch eine erhöhte Anzahl von Ferien- und Brückentagen gedämpft. Die Bauinvestitionen lagen im ersten Halbjahr um 2,3 Prozent über dem Niveau der zweiten Jahreshälfte 2013 und nahmen damit durchaus kräftig zu, auch wenn die Dynamik gegenüber dem Halbjahr zuvor etwas nachließ. Die Aufwärtsbewegung im ersten Halbjahr zeigte sich in allen Bausparten; die entscheidenden Anstöße gingen aber von den privaten Haushalten und Unternehmen aus.

Im Prognosezeitraum dürfte der Wohnungsbau die Stütze der Baukonjunktur bleiben, auch wenn die Zuwächse im Verlauf wohl etwas geringer sein werden. Die Arbeitsmarktlage ist gefestigt und die real verfügbaren Einkommen steigen. Die Hypothekenzinsen befinden sich auf einem historisch niedrigen Niveau und die Kreditkonditionen bleiben, wie der Bank Lending Survey vom Juli 2014 signalisiert, unverändert günstig. Zudem bleibt die Rendite alternativer Kapitalanlagen gering. Allerdings hat sich die Zunahme der Baugenehmigungen abgeschwächt. Dämpfend auf die Investitionsneigung wirken die weiter gesunkenen Renditen bei Mehrfamilienhäusern und die anhaltende Diskussion über deren Überbewertungen. Zudem ziehen die Baulandpreise in Großstädten deutlich an. Da die derzeitigen Auftragsbestände des Bauhauptgewerbes im Wohnungsbau aber noch hoch sind, dürfte die Wohnungsbautätigkeit im

Abbildung 8

**Reale Importe**  
Saison- und kalenderbereinigter Verlauf



Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2014: Prognose der Institute.

© GD Herbst 2014

Tabelle 11

**Beiträge der Nachfragekomponenten zum Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts<sup>1</sup>**

In Prozentpunkten

	2013	2014	2015
Konsumausgaben	0,6	0,7	1,0
Private Haushalte <sup>2</sup>	0,5	0,5	0,8
Staat	0,1	0,2	0,2
Anlageinvestitionen	-0,1	0,6	0,5
Ausrüstungen	-0,2	0,2	0,3
Bauten	0,0	0,3	0,2
Sonstige Anlagen	0,0	0,1	0,1
Vorratsveränderungen	0,2	0,2	0,0
Inländische Verwendung	0,6	1,5	1,5
Außenbeitrag	-0,5	-0,2	-0,2
Exporte	0,7	1,5	2,0
Importe	1,3	1,7	2,2
Bruttoinlandsprodukt <sup>3</sup>	0,1	1,3	1,2

1 Lundberg-Komponenten, Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen.

2 Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

3 Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent.

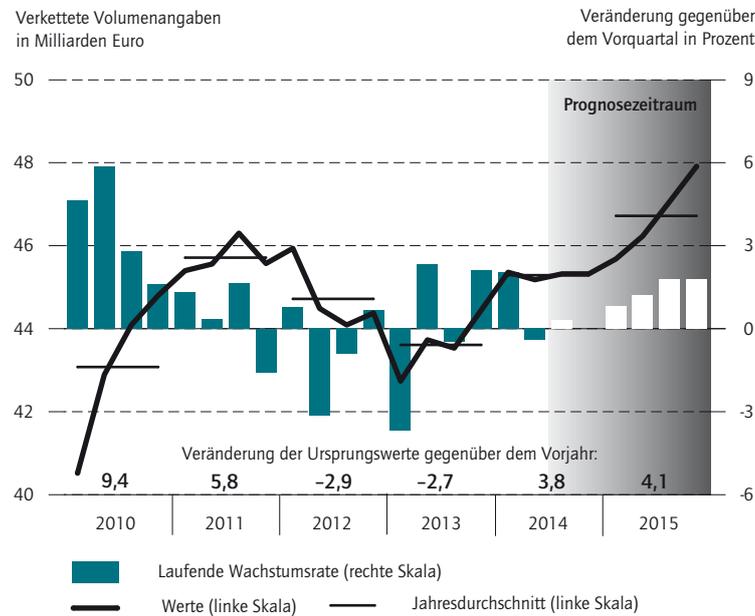
Quellen: Statistisches Bundesamt; 2014 und 2015: Prognose der Institute.

© GD Herbst 2014

Abbildung 9

**Reale Investitionen in Ausrüstungen**

Saison- und kalenderbereinigter Verlauf



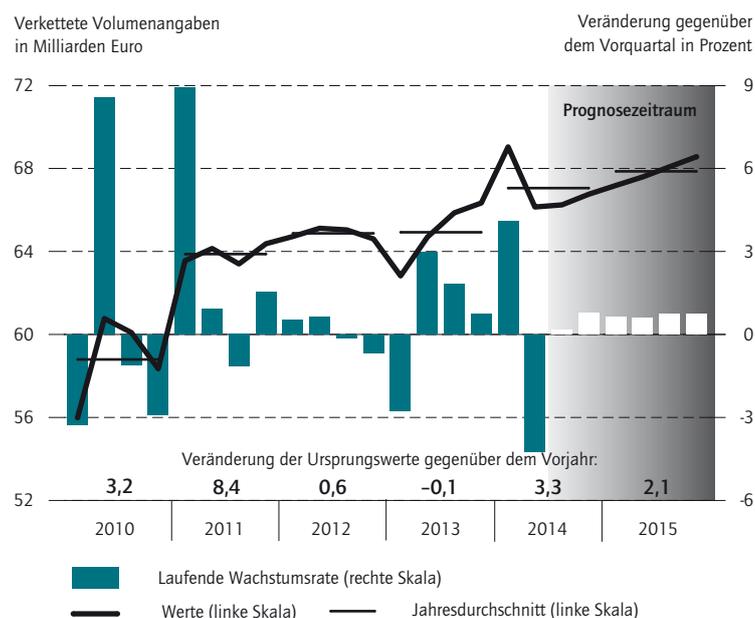
Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2014: Prognose der Institute.

© GD Herbst 2014

Abbildung 10

**Reale Bauinvestitionen**

Saison- und kalenderbereinigter Verlauf



Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2014: Prognose der Institute.

© GD Herbst 2014

laufenden Jahr rege bleiben und erst im Verlauf des kommenden Jahres etwas an Schwung verlieren. Die Investitionen in Wohnbauten steigen in diesem Jahr um 3,4 Prozent und im nächsten Jahr um 2,2 Prozent.

Der Wirtschaftsbau, der noch zu Jahresbeginn deutlich zulegen konnte, dürfte dagegen in den verbleibenden Monaten dieses Jahres durch die gesunkene Investitionsbereitschaft der Unternehmen spürbar gedämpft werden. Die Auftragsbestände gaben im Frühsommer kräftig nach. Auch die Baugenehmigungen signalisieren einen Dämpfer. Erst im Verlauf des kommenden Jahres werden die Investitionen in gewerbliche Bauten vor dem Hintergrund einer allmählich einsetzenden gesamtwirtschaftlichen Aufwärtsbewegung und der nach wie vor günstigen Finanzierungsbedingungen wieder etwas zulegen. Die Wirtschaftsbauminvestitionen werden in diesem Jahr aufgrund des kräftigen ersten Halbjahrs im Jahresdurchschnitt um 2,7 Prozent, im kommenden Jahr um 0,7 Prozent zunehmen.

Die öffentlichen Bauinvestitionen wurden im Verlauf des ersten Halbjahres mit 0,5 Prozent nur wenig ausgeweitet. In den kommenden Quartalen dürften die Bauinvestitionen der öffentlichen Hand aber anziehen; so nahmen die Auftragseingänge zuletzt zu und die Auftragsbestände, insbesondere im Tiefbau, sind hoch. Darüber hinaus haben die Baugenehmigungen für öffentliche Hochbauten zugelegt. Auch hat sich die Finanzlage vieler Kommunen entspannt, was zu vermehrten Investitionen führen dürfte. Anregungen kommen im zweiten Halbjahr 2014 zudem von den noch ausstehenden Maßnahmen zur Beseitigung der Hochwasserschäden im Infrastrukturbereich. Im Verlauf des kommenden Jahres erhält die Investitionstätigkeit Impulse durch die zusätzlichen Mittel, die der Bund für den Erhalt und den Ausbau der öffentlichen Infrastruktur – insbesondere für Verkehr, Kindertagesstätten, Schulen und Hochschulen – zur Verfügung stellt. Die öffentlichen Bauinvestitionen steigen um 4,3 Prozent in diesem und um 4,6 Prozent im nächsten Jahr.

Die Bauinvestitionen insgesamt dürften im Durchschnitt des Jahres 2014 mit 3,3 Prozent kräftig expandieren, nachdem sie im vergangenen Jahr in etwa stagnierten. Im kommenden Jahr werden sie voraussichtlich aufwärtsgerichtet bleiben und mit 2,1 Prozent deutlich zulegen (Abbildung 10 und Tabelle 12).

**Privater Verbrauch bleibt Stütze der Konjunktur**

Der Anstieg der real verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte hat sich in der ersten Jahreshälfte 2014 abgeschwächt. Während die Nettolöhne und -gehälter beschleunigt zulegten, sanken die Betriebsüberschüsse und die Vermögenseinkommen. Die Zunahme der pri-

vaten Konsumausgaben verlangsamte sich noch etwas stärker als jene der Einkommen, da die privaten Haushalte ihre Sparneigung erhöhten.

Für die zweite Jahreshälfte erwarten die Institute einen weiterhin nur verhaltenen Anstieg der privaten Konsumausgaben. Nach dem schwachen zweiten Quartal dürfte das dritte zwar wieder etwas kräftiger ausfallen. Darauf deutet die starke Zunahme der Einzelhandelsumsätze im August hin. Allerdings haben sich der RWI-Konsumindikator im dritten Quartal und das GfK-Konsumklima im August und im September verschlechtert; auch deshalb ist für das Schlussquartal mit keiner hohen Dynamik zu rechnen. Dämpfend wirkt vor allem, dass die Selbstständigeneinkommen in Folge der konjunkturellen Eintrübung sinken. Die Bruttolöhne und -gehälter werden weiter steigen, allerdings verlangsamt.

Alles in allem werden die Nettolohneinkommen, auch wegen der Erhöhung des Grundfreibetrags bei der Einkommensteuer, in diesem Jahr um 3,1 Prozent zunehmen. Die monetären Sozialleistungen werden um 3 Prozent steigen. Zum einen werden die Altersbezüge der Rentner stärker angehoben als im Jahr zuvor. Zum anderen sind zum 1. Juli umfangreiche Leistungsausweitungen in der gesetzlichen Rentenversicherung in Kraft getreten. Diese umfassen die abschlagsfreie Rente ab 63, Ausweitungen bei der „Mütterrente“ sowie eine bessere Absicherung von Personen mit verminderter Erwerbsfähigkeit. Für den Jahresdurchschnitt 2014 ist mit einer Zunahme der verfügbaren Einkommen um 2,0 Prozent zu rechnen; real verbleibt ein Zuwachs von 1,0 Prozent. Bei weiter leicht steigender Sparquote dürfte der private Konsum nominal um 1,9 Prozent und real um 0,8 Prozent zulegen (Abbildung 11).

Im Jahr 2015 dürfte der private Konsum beschleunigt expandieren. Die Bruttolöhne und -gehälter steigen rascher; hier wirkt sich auch die Einführung des flächendeckenden Mindestlohns aus. Netto fällt der Anstieg etwas schwächer aus, insbesondere weil die kalte Progression ungeschmälert wirkt. Die monetären Sozialleistungen werden stärker erhöht als im Vorjahr. Die Renten werden aber wohl Mitte 2015 spürbar angehoben, außerdem gelten die Leistungsausweitungen in der Rentenversicherung erstmals für ein volles Jahr. Alles in allem werden die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte voraussichtlich um 2,8 Prozent zunehmen, real steigen sie um 1,5 Prozent. Bei kaum veränderter Sparquote wird der reale private Konsum im Jahr 2015 um 1,4 Prozent ausgeweitet werden.

### Verbraucherpreise ziehen leicht an

Die Inflationsrate lag im September bei nur 0,8 Prozent im Vorjahresvergleich. Im Vorquartalsvergleich hat

Tabelle 12

### Reale Bauinvestitionen 2011 bis 2015

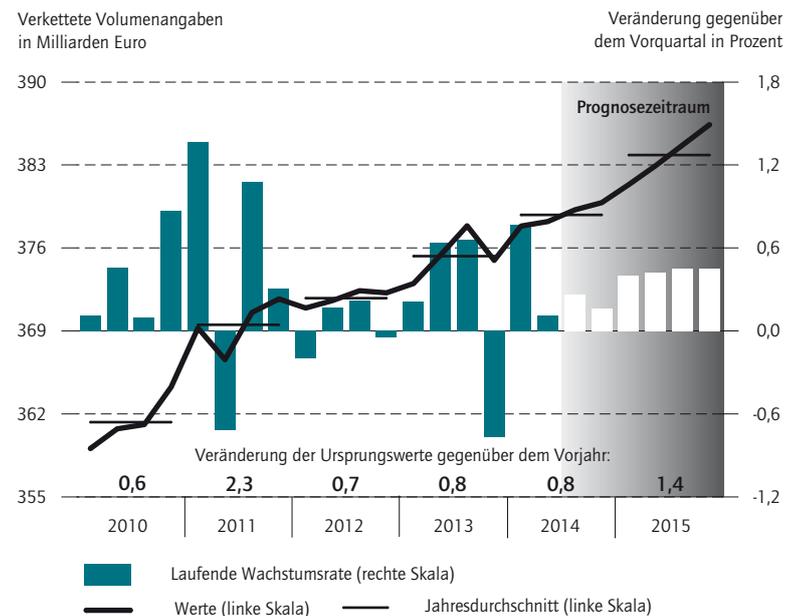
	2013	2011	2012	2013	2014	2015
	Anteil in Prozent	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent				
Wohnungsbau	59,0	10,0	3,3	0,6	3,4	2,2
Nichtwohnbauten	41,0	6,2	-2,9	-1,0	3,1	1,9
Gewerblicher Bau	29,1	9,0	-0,9	-2,1	2,7	0,7
Öffentlicher Bau	11,9	0,1	-7,7	1,6	4,3	4,6
Bauinvestitionen	100,0	8,4	0,6	-0,1	3,3	2,1

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; 2014 und 2015: Prognose der Institute.

© GD Herbst 2014

Abbildung 11

### Reale Konsumausgaben der privaten Haushalte<sup>1</sup> Saison- und kalenderbereinigter Verlauf



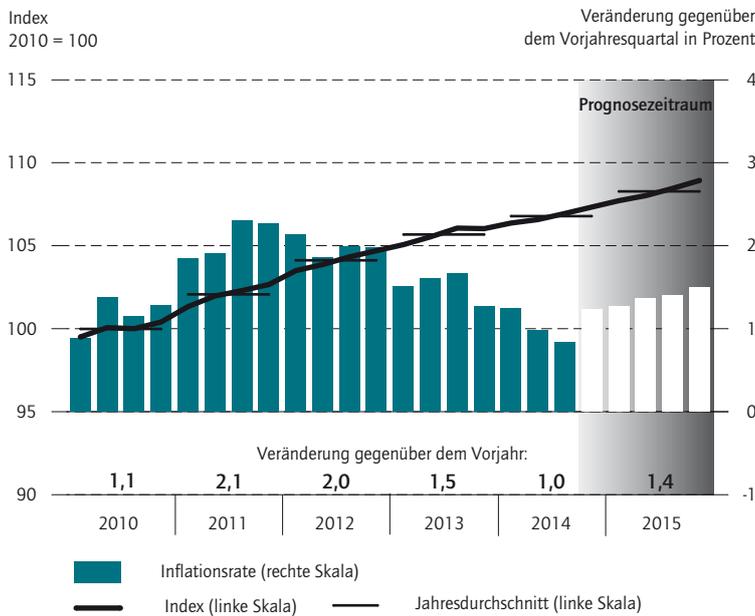
Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2014: Prognose der Institute.

© GD Herbst 2014

sich der Preisauftrieb in den vergangenen Monaten allerdings leicht beschleunigt; im dritten Quartal lagen die Verbraucherpreise annualisiert um 1,1 Prozent über dem Vorquartal. Maßgeblich für die leichte Beschleunigung am aktuellen Rand waren außenwirtschaftliche Faktoren. Zwar gingen vom Rückgang des Weltmarktpreises für Rohöl weiter dämpfende Effekte auf die Energiepreise aus; die seit Frühjahr anhaltende Abwertung des Euro verteuert aber die importierten Konsumgüter.

Abbildung 12

**Verbraucherpreise in Deutschland**  
Saisonbereinigter Verlauf



Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 4. Quartal 2014: Prognose der Institute.

© GD Herbst 2014

Im Prognosezeitraum dürfte sich der Anstieg der Verbraucherpreise weiter beschleunigen, wenn auch nur moderat. Von außenwirtschaftlicher Seite kommen gegenläufige Impulse: Zwar bleibt der Preisauftrieb für Einfuhren aus dem Euroraum aufgrund der dort schwachen Konjunktur und deutlich unterausgelasteter Kapazitäten niedrig. Zudem dürfte der Rückgang der Energiepreise noch einige Zeit nachwirken. Die Abwertung des Euro wird aber die Importe aus dem außereuropäischen Ausland noch einige Zeit lang verteuern. Per Saldo dürfte sich der außenwirtschaftlich bedingte Preisauftrieb geringfügig erhöhen. Gleichzeitig nehmen die binnenwirtschaftlichen Teuerungsimpulse etwas zu. Vor allem steigen die Lohnstückkosten beschleunigt. Zudem dürfte sich die zuletzt deutliche Steigerung der Wohnungsmieten in Ballungszentren fortsetzen. Auch aufgrund des niedrigen Niveaus zu Jahresbeginn wird die Inflationsrate in diesem Jahr voraussichtlich nur 1,0 Prozent betragen (Abbildung 12). Im kommenden Jahr wird sie mit 1,4 Prozent wohl etwas höher ausfallen; davon gehen schätzungsweise 0,2 Prozentpunkte auf die Einführung des flächendeckenden Mindestlohns zurück.

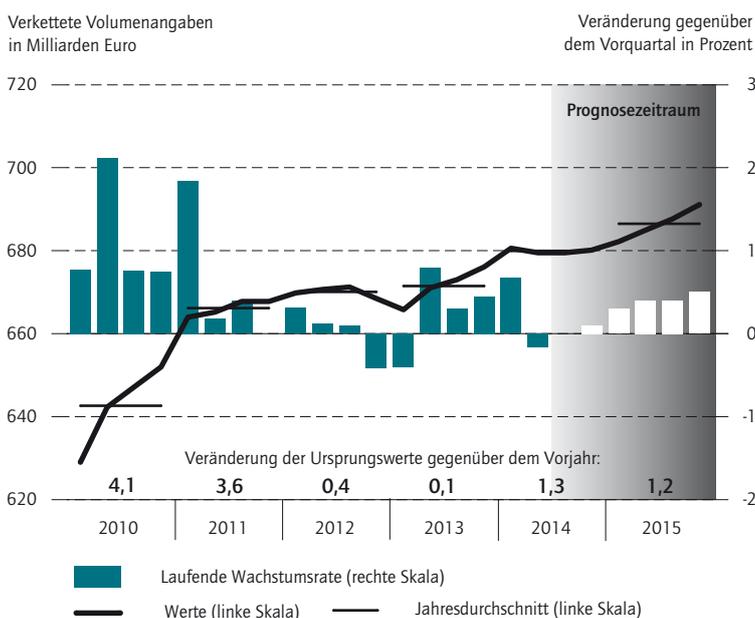
**Schwäche in der Industrie bremst gesamtwirtschaftliche Produktion**

Die gesamtwirtschaftliche Produktion ist nach einem kräftigen Plus zum Jahresauftakt 2014 im zweiten Quartal leicht gesunken (Abbildung 13). Dabei dürften allerdings auch Sondereffekte eine Rolle gespielt haben. So gab es einen Brückentag mehr und zudem mehr Ferientage als üblich. Beides wird von der Saison- und Kalenderbereinigung<sup>12</sup> nicht berücksichtigt. Maßgeblich für den Rückgang des Bruttoinlandsproduktes war ein kräftiges Minus im Baugewerbe, welches zu einem Gutteil auf Witterungseffekte zurückzuführen ist. Die übrigen Wirtschaftsbereiche, vor allem die Industrie, entwickelten sich gedämpft. Dies lag zwar auch an der schwachen weltwirtschaftlichen Dynamik – vor allem haben aber inländische Faktoren zu der Abkühlung beigetragen (vgl. Kapitel 6).

Im dritten Quartal hat die gesamtwirtschaftliche Produktion stagniert. Die Schwächephase bei den Ausfuhren und die geringe inländische Investitionstätigkeit belasten vor allem das Verarbeitende Gewerbe; die Wertschöpfung der Industrie dürfte wie im Vorquartal um knapp ein Prozent geschrumpft sein (Tabelle 13). Die unternehmensnahen Dienstleister, die Logistikbranche und der Großhandel expandieren im Zuge dieser Entwicklung nur geringfügig. Demgegenüber dürfte

Abbildung 13

**Reales Bruttoinlandsprodukt in Deutschland**  
Saison- und kalenderbereinigter Verlauf



Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2014: Prognose der Institute.

© GD Herbst 2014

<sup>12</sup> Zu den kalendarischen Effekten auf das Wirtschaftsgeschehen siehe Deutsche Bundesbank (2012), Monatsbericht Nr. 12/2012 (Dezember). 64. Jg., Frankfurt am Main.

Tabelle 13

**Reales Bruttoinlandsprodukt und Bruttowertschöpfung nach Wirtschaftsbereichen**

	2014		Prognose für 2014/2015			
	1. Quartal	2. Quartal	3. Quartal	4. Quartal	1. Quartal	1. Quartal
<b>Ursprungswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahresquartal in Prozent</b>						
Bruttoinlandsprodukt	2,5	0,8	1,0	0,7	0,4	0,8
Bruttowertschöpfung der Wirtschaftsbereiche	2,5	0,7	0,7	0,5	0,0	0,8
Produzierendes Gewerbe ohne Baugewerbe	3,3	-0,3	-0,2	-1,0	-0,8	0,4
Verarbeitendes Gewerbe	4,5	0,4	0,5	-0,9	-1,1	0,3
Energie- und Wasserversorgung	-4,4	-3,4	-3,6	-2,1	1,2	0,6
Baugewerbe	11,6	1,3	0,7	0,2	-3,9	0,7
Handel, Verkehr, Gastgewerbe	2,9	1,2	1,7	1,6	0,3	0,8
Information und Kommunikation	1,8	1,5	1,4	2,0	2,2	2,7
Finanz- und Versicherungsdienstleister	0,1	-0,1	-1,2	-0,7	-1,6	0,4
Grundstücks- und Wohnungswesen	0,9	1,2	1,4	1,4	1,2	1,6
Unternehmensdienstleister	2,8	1,6	1,4	1,1	0,6	0,8
Öffentliche Dienstleister, Erziehung, Gesundheit	1,3	0,7	0,8	0,5	0,3	0,5
Sonstige Dienstleister	0,8	-0,5	-0,7	0,2	-0,2	0,5
<b>Saison- und kalenderbereinigte Werte: Veränderung gegenüber dem Vorquartal in Prozent</b>						
Bruttoinlandsprodukt	0,7	-0,2	0,0	0,1	0,3	0,4
Bruttowertschöpfung der Wirtschaftsbereiche	0,7	-0,5	0,0	0,1	0,3	0,4
Produzierendes Gewerbe ohne Baugewerbe	0,0	-0,7	-0,7	0,1	0,4	0,5
Verarbeitendes Gewerbe	0,6	-0,9	-0,9	0,1	0,4	0,6
Energie- und Wasserversorgung	-3,1	0,9	0,1	0,1	0,2	0,2
Baugewerbe	3,8	-3,8	-0,5	0,2	0,4	0,4
Handel, Verkehr, Gastgewerbe	1,8	-0,8	0,5	0,1	0,1	0,3
Information und Kommunikation	0,0	0,4	0,7	0,7	0,7	0,7
Finanz- und Versicherungsdienstleister	1,0	-1,9	0,1	0,1	0,1	0,1
Grundstücks- und Wohnungswesen	0,7	0,1	0,3	0,3	0,5	0,5
Unternehmensdienstleister	0,9	0,2	0,0	0,0	0,4	0,5
Öffentliche Dienstleister, Erziehung, Gesundheit	0,2	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2
Sonstige Dienstleister	0,2	-0,4	0,1	0,1	0,0	0,3

Quellen: Statistisches Bundesamt; ab 3. Quartal 2014: Prognose der Institute.

© GD Herbst 2014

der Einzelhandel von dem anziehenden Konsum profitieren.

Für das vierte Quartal erwarten die Institute einen nur verhaltenen Produktionsanstieg. Das betrifft vor allem das Verarbeitende Gewerbe. Zwar dürfte die Industrie sowohl im September als auch im Oktober die Produktion ausweiten, weil der dämpfende Effekt der späten Sommerferien sukzessive ausläuft. Dies spricht für sich genommen für einen Anstieg der Industrieproduktion im Schlussquartal. Vor dem Hintergrund der Eintrübung des Geschäftsklimas und der schwachen Auftragslage dürfte die Wertschöpfung im Verarbeitenden Gewerbe aber bis zur Jahreswende stagnieren.

Mit dem allmählichen Wegfallen der dämpfenden Effekte von Seiten der Investitionsnachfrage und der Auslandsnachfrage im kommenden Jahr dürfte der Produktionsanstieg wieder etwas an Schwung gewinnen. Davon werden dann auch die industrienahen Dienstleistungsbranchen profitieren. Die Wertschöp-

fung in den konsumnahen Dienstleistungsbereichen ist zunehmend aufwärts gerichtet; in einigen Branchen, wie etwa dem Gastgewerbe, macht sich allerdings die Einführung des flächendeckenden Mindestlohns dämpfend bemerkbar. Alles in allem wird das preisbereinigte Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr um 1,3 Prozent und im kommenden Jahr um 1,2 Prozent zulegen. Die Rate für 2015 überzeichnet aufgrund der höheren Zahl an Arbeitstagen die konjunkturelle Grundtendenz (Tabelle 8); kalenderbereinigt beträgt die Rate 1,0 Prozent.

### Reale Arbeitskosten steigen deutlich

In der ersten Hälfte des laufenden Jahres legten die Tarifverdienste beschleunigt zu – und zwar um 3,4 Prozent gegenüber dem Vorjahreszeitraum, nach 2,4 Prozent im Jahr 2013. Der Anstieg der je Arbeitnehmer effektiv gezahlten Löhne von 2,8 Prozent blieb in der ersten Jahreshälfte hinter der Zunahme der Tariflöhne zurück. Auf die Stunde gerechnet übertrafen die Effektivlöhne im ersten Halbjahr 2014 das Ergebnis des

Tabelle 14

**Zur Entwicklung der Bruttolöhne und -gehälter**

Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent

	2011	2012	2013	2014	2015
Effektivlohn					
je Arbeitnehmer	3,3	2,8	2,1	2,5	3,6
je Stunde <sup>1</sup>	2,8	3,9	2,8	2,1	3,2
Lohn drift					
Monat	1,5	0,2	-0,3	-0,5	0,9
Stunde <sup>1</sup>	1,0	1,2	0,4	-0,9	0,5
Tariflohn					
je Monat	1,8	2,6	2,4	3,0	2,7
je Stunde	1,8	2,7	2,4	3,0	2,7
Durchschnittliche Arbeitszeit <sup>1</sup>	0,4	-1,2	-0,7	0,6	0,2

<sup>1</sup> Inlandskonzept.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Deutsche Bundesbank; 2014 und 2015: Prognose der Institute.

© GD Herbst 2014

Vorjahreszeitraums nur um knapp zwei Prozent, da in Folge des milden Winters die durchschnittlich geleistete Arbeitszeit höher war.

Die Lohn- und Gehaltsrunde für das laufende Jahr ist weitgehend abgeschlossen. Die Vereinbarungen lassen einen etwas verhaltenen Anstieg im zweiten Halbjahr erwarten. So liegen viele Stufenerhöhungen, beispielsweise in der Stahlindustrie, bei Banken und bei Versicherungen sowie im Einzelhandel, unterhalb des jahresdurchschnittlichen Anstiegs; je Stunde dürften die Tarifverdienste insgesamt um 3,0 Prozent zulegen, die je Arbeitnehmer gezahlten effektiven Löhne liegen mit 2,5 Prozent darunter.

In einigen Bereichen liegen für das nächste Jahr bereits Tarifabschlüsse vor. Sie sprechen für einen etwas verhaltenen Lohnanstieg. Die Gehälter im Öffentlichen Dienst des Bundes und der Gemeinden sollen im März um 2,4 Prozent steigen. In der Bauindustrie und im Bankgewerbe ist zur Jahresmitte 2015 eine Stufenerhöhung von 2,6 Prozent bzw. 2,1 Prozent vereinbart. Da zu erwarten ist, dass die Lohnerhöhungen in der Industrie etwas höher sein werden als in diesen Branchen, dürften die Tariflöhne je Stunde insgesamt um 2,7 Prozent steigen (Tabelle 14). Die Effektivlöhne werden stärker zulegen. Hier macht sich die Einführung des Mindestlohns bemerkbar, der im Niedriglohnbereich zu Lohnsteigerungen im zweistelligen Prozentbereich führt. Die Institute unterstellen, dass der flächendeckende, allgemeine Mindestlohn für sich genommen im Jahr 2015 zu einer Anhebung der Effektivverdienste um fast ein Prozent führt. Bemerkbar macht sich auch, dass vor allem im Niedriglohnbereich Beschäftigung abgebaut wird und

so der durchschnittliche Lohn steigt. Insgesamt dürfte die Zunahme der Effektivverdienste im Jahr 2015 bei 3,6 Prozent liegen. Auf Stundenbasis steigen die Löhne schwächer, da die durchschnittliche Arbeitszeit wegen des Mindestlohns zunimmt.

Die realen Arbeitskosten auf Stundenbasis steigen 2014 um 0,1 Prozent. Im nächsten Jahr legen sie mit einer höheren Rate – 1,4 Prozent – zu. Angesichts einer um 0,8 Prozent höheren Produktivität werden die realen Lohnstückkosten im Jahr 2015 voraussichtlich um 0,6 Prozent höher ausfallen, nach einem Rückgang um 0,1 Prozent im Jahr 2014. Nominal werden die Lohnstückkosten 2015 um 2,3 Prozent anziehen, 2014 liegt das Plus bei 1,8 Prozent.

**Beschäftigungszunahme schwächt sich ab**

Die Beschäftigung ist bis August dieses Jahres mit hoher, aber etwas abnehmender Dynamik ausgeweitet worden (Abbildung 14). Sie nahm jedoch kräftiger zu als in der zweiten Hälfte 2013. Die Erwerbstätigkeit expandierte dabei allein aufgrund einer weiteren Zunahme der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten.<sup>13</sup> Die je Erwerbstätigen geleistete Arbeitszeit war im zweiten Quartal geringer als im Jahresanfangsquarter, als wegen des sehr milden Wetters außergewöhnlich viel gearbeitet werden konnte.

Die Arbeitslosenzahlen sind bis April gefallen, seitdem steigen sie leicht. Offenbar wuchs das Erwerbspersonenpotenzial im Gleichschritt mit der Zahl der Erwerbstätigen. Zwar ist die Erwerbsbeteiligung der Bevölkerung zuletzt nicht weiter gestiegen, die Zuwanderung setzte sich jedoch fort. So übertraf im Juni die Zahl der Beschäftigten<sup>14</sup> aus den 2004 zur EU beigetretenen Staaten das Vorjahresergebnis um 71 000, an Arbeitnehmern aus Südeuropa wurden 36 000 mehr gezählt.<sup>15</sup> Besonders stark hat die Zahl der rumänischen und bulgarischen Beschäftigten zugenommen; sie verdoppelte sich aufgrund der seit Anfang des Jahres geltenden Freizügigkeit auf 83 000. Da nicht alle

<sup>13</sup> Im August dieses Jahres kam es bei den Beschäftigtenstatistiken der Bundesagentur für Arbeit zu erheblichen Datenkorrekturen und Änderungen der Berichtsreise. So werden nun zu den sozialversicherungspflichtig Beschäftigten u. a. auch Personen in Behindertenwerkstätten sowie solche gezählt, die ein Freiwilliges Soziales oder Ökologisches Jahr ableisten. Ohne die Berichtsreisenausweitung hätte die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten reduziert werden müssen, weil bis dahin aufgrund von Erfassungsproblemen manche Minijobber als sozialversicherungspflichtig Beschäftigte gebucht worden waren. Die Zahl der Arbeitskräfte, die ausschließlich einen Minijob ausüben, wurde aufgrund der Revision angehoben und die Zahl der Personen, die einen Minijob als Zweitbeschäftigung haben, herabgesetzt. Vgl. Bundesagentur für Arbeit (2014), Statistik: Beschäftigungsstatistik. Revision 2014. Nürnberg.

<sup>14</sup> Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte und Minijobber.

<sup>15</sup> Vgl. Bundesagentur für Arbeit (2014), Statistik: Hintergrundinformation. Auswirkungen der Arbeitnehmerfreizügigkeit und der EU-Schuldenkrise auf den deutschen Arbeitsmarkt. Berichtsmonat: Juni 2014. Nürnberg.

Zuwanderer eine Beschäftigung gefunden haben, ist die Zahl der Arbeitssuchenden ebenfalls kräftig gestiegen. Sie lag im Juni bei Südeuropäern und den Personen aus den 2004 sowie 2007 zur EU beigetretenen Staaten zusammengenommen um 119 000 über dem Vorjahreswert.

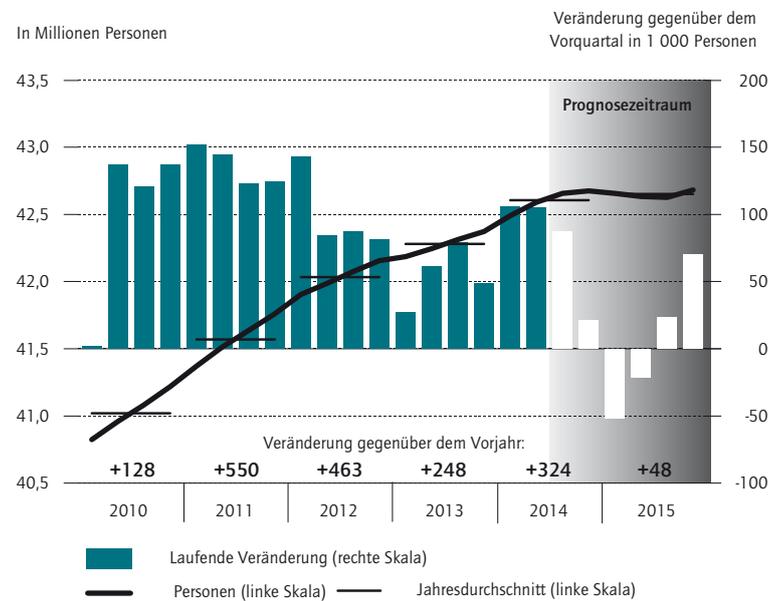
Im Prognosezeitraum wird das Geschehen auf dem Arbeitsmarkt in erheblichem Maße durch politische Interventionen beeinflusst. So vermindert die abschlagsfreie Rente ab 63 das Erwerbspersonenpotenzial. In welchem Umfang das der Fall sein wird, lässt sich nur grob schätzen: In diesem Jahr gibt es etwa 400 000 sozialversicherungspflichtig Beschäftigte und 65 000 Arbeitslose im relevanten Alter. Diese sind aber nicht alle anspruchsberechtigt, weil sie nicht auf eine hinreichende Zahl von Versicherungsjahren kommen. Die Institute unterstellen, dass dies lediglich für reichlich ein Viertel der abhängig Beschäftigten und ein Sechstel der Arbeitslosen im relevanten Alter zutrifft. Hinzu zu zählen sind 40 000 freiwillig Versicherte. Von den Arbeitslosen werden wohl alle, von den Erwerbstätigen indes nur ein Teil wegen der neuen Rentenregelung den Arbeitsmarkt verlassen. Angenommen wird, dass zwei Drittel der anspruchsberechtigten Erwerbstätigen die abschlagsfreie Rente ab 63 in Anspruch nehmen und keiner bezahlten Beschäftigung mehr nachgehen werden. Für das laufende Jahr ist in Rechnung zu stellen, dass die Reform erst ab Juli gilt. Angenommen wird, dass sich 2014 das Erwerbspersonenpotenzial wegen der neuen Rentenregelung insgesamt um 50 000 Personen verringert. Im nächsten Jahr ist die Zahl der Personen im relevanten Alter geringer (unter den sozialversicherungspflichtigen Beschäftigten 300 000, unter den Arbeitslosen 55 000, unter den freiwillig Versicherten 20 000). Unter denselben Annahmen über den Anteil der Anspruchsberechtigten und deren Erwerbsverhalten ergibt sich für 2015 eine reformbedingte Minderung des Erwerbspersonenpotenzials um etwa 100 000.

Der ab der Jahreswende gültige flächendeckende, allgemeine Mindestlohn wird voraussichtlich Arbeitsplatzverluste nach sich ziehen. Auch in dieser Hinsicht sind nur überschlägige Schätzungen möglich. Die Institute unterstellen, dass im Jahr 2015 infolge des deutlichen Anstiegs der Arbeitskosten im Niedriglohnbereich etwa 200 000 Stellen entfallen bzw. nicht entstehen werden.<sup>16</sup> Die negativen Beschäftigungseffekte wirken insbesondere in der ersten Jahreshälfte. Überproportional betroffen werden wohl Minijobs sein, da hier die Löhne vielfach bisher besonders niedrig sind und häufig bei einer Lohnanhebung die Verdienstobergrenze überschritten

<sup>16</sup> Die detaillierte Darstellung der zugrundeliegenden Annahmen siehe Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2014), a. a. O.

Abbildung 14

**Erwerbstätige**  
Inlandskonzept, saisonbereinigter Verlauf



Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2014: Prognose der Institute.

© GD Herbst 2014

wird, Sozialversicherungspflicht eintritt und diese Beschäftigungsform an Attraktivität einbüßt.

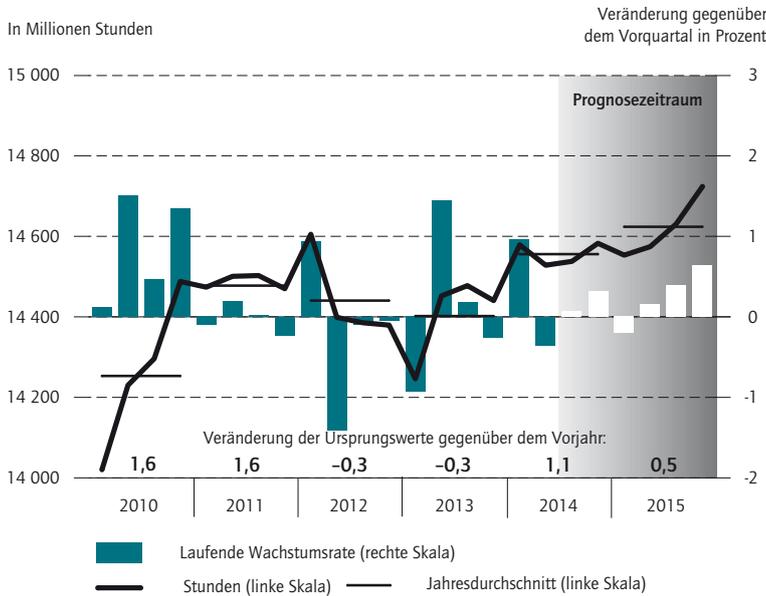
Sowohl die abschlagsfreie Rente ab 63 als auch der flächendeckende, allgemeine Mindestlohn dämpfen die Beschäftigung. Mit Blick auf die Arbeitslosigkeit wirken die Reformen indes in entgegengesetzte Richtungen. Die Zahl der Arbeitslosen wird aufgrund des Mindestlohns zunehmen, infolge der abschlagsfreien Rente ab 63 und der damit verbundenen Minderung des Erwerbspersonenpotenzials wird sie dagegen abnehmen.<sup>17</sup> Das Erwerbspersonenpotenzial steigt in diesem Jahr um 190 000 Personen und im kommenden Jahr um 110 000 Personen; maßgeblich hierfür ist die Zuwanderung.

Alles in allem kommt im weiteren Verlauf dieses Jahres der Beschäftigungsaufbau zum Stillstand. Dies liegt in erster Linie an der nahezu stagnierenden Produktion. Zudem wird angenommen, dass von der bevorstehenden Einführung des Mindestlohns schon Ende dieses Jahres erste dämpfende Effekte ausgehen. Bis zum Frühjahr 2015 sinkt wegen der schwa-

<sup>17</sup> Frei werdende Stellen werden aber wohl nur in seltenen Fällen durch Arbeitslose besetzt werden, sondern - wie üblich - vor allem durch Betriebswechsel, betriebliche Umstrukturierungen oder Einstellung von Berufsanfängern. Über die dynamischen Prozesse auf dem Arbeitsmarkt tritt eine Entlastung bei der Arbeitslosigkeit ein.

Abbildung 15

**Geleistete Arbeitsstunden der Erwerbstätigen im Inland**  
Saison- und kalenderbereinigter Verlauf

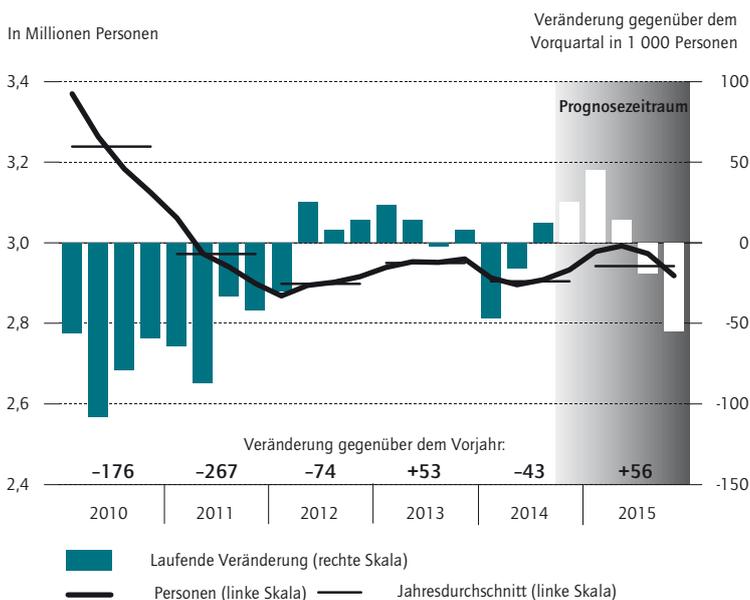


Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; ab 3. Quartal 2014: Prognose der Institute.

© GD Herbst 2014

Abbildung 16

**Arbeitslose**  
Saisonbereinigter Verlauf



Quellen: Bundesagentur für Arbeit; Berechnungen der Institute; ab 4. Quartal 2014: Prognose der Institute.

© GD Herbst 2014

chen Konjunktur und der Lohnregulierung die Zahl der Beschäftigten. Danach laufen die negativen Effekte des Mindestlohns aus, und im Zuge einer allmählich anziehenden Wirtschaftsleistung legt die Beschäftigung wieder zu – zunächst gemächlich, zum Jahresende hin mit größerem Tempo. Die Zahl der Erwerbstätigen wird 2014 das Vorjahresergebnis um reichlich 320 000 übertreffen; im nächsten Jahr beträgt das Plus knapp 50 000.

Allein wegen des starken ersten Halbjahrs wird 2014 die durchschnittliche Arbeitszeit je Erwerbstätigen höher ausfallen als im Vorjahr (um 0,3 Prozent), infolge der konjunkturellen Eintrübung dürfte in der zweiten Jahreshälfte indes die individuell geleistete Stundenzahl etwas reduziert werden (Abbildung 15). Das Arbeitsvolumen der Erwerbstätigen übertrifft das Vorjahresergebnis um 1,1 Prozent. Im nächsten Jahr wird die pro Kopf geleistete Arbeitszeit auch infolge des flächendeckenden, allgemeinen Mindestlohns steigen, da überproportional Beschäftigung auf Minijob-Basis aufgegeben wird. Das Arbeitsvolumen wird 2015 voraussichtlich um 0,5 Prozent höher ausfallen als in diesem Jahr.

Ab Ende dieses Jahres steigt die Zahl der Erwerbslosen. Die Zahl der registrierten Arbeitslosen zieht hingegen weniger stark an. So werden infolge des Mindestlohns hauptsächlich geringfügige Beschäftigungsverhältnisse entfallen und die betroffenen Personen haben oft keinen Anspruch auf Lohnersatzleistungen. Überdies sind auch registrierte Arbeitslose betroffen, die mit einem Minijob ihr Einkommen aufstocken. Die Zahl der Arbeitslosen wird sich 2014 jahresdurchschnittlich auf 2,9 Millionen belaufen (Abbildung 16); das sind 43 000 weniger als im Vorjahr. Im kommenden Jahr werden es 56 000 mehr sein. Im Jahr 2014 beträgt die Arbeitslosenquote 6,7 und im kommenden Jahr 6,8 Prozent (Tabelle 15).

**Staat erzielt Haushaltsüberschüsse**

Die Finanzlage des Staates hat sich im vergangenen Jahr weiter entspannt. Die öffentlichen Haushalte schlossen mit einem Überschuss in Höhe von 7,3 Milliarden Euro oder 0,3 Prozent in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt ab. Im ersten Halbjahr 2014 stiegen die Budgetüberschüsse nochmals.

Im laufenden Jahr dürften die Einnahmen des Staates mit 3,0 Prozent beschleunigt expandieren. Dabei werden die Steuereinnahmen um 2,8 Prozent zunehmen. Zwar wird das Lohnsteueraufkommen im Zuge verstärkter expandierender Pro-Kopf-Löhne und einer weiter zunehmenden Beschäftigung deutlich steigen. Zudem führen die Anhebung der Tabaksteuer und die in einigen Ländern erfolgte Erhöhung der Grunderwerb-

Tabelle 15

**Arbeitsmarktbilanz**

Jahresdurchschnitte in 1 000 Personen

	2011	2012	2013	2014	2015
Arbeitsvolumen Inland (Millionen Stunden)	57 911	43 188	57 608	58 224	58 495
Erwerbstätige Inland	41 570	42 033	42 281	42 605	42 653
Arbeitnehmer	37 024	37 489	37 824	38 163	38 189
darunter:					
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte	28 572	29 341	29 713	30 160	30 473
Selbstständige	4 547	4 544	4 457	4 442	4 464
Pendlersaldo	48	54	56	57	56
Erwerbstätige Inländer	41 522	41 979	42 226	42 548	42 597
Arbeitslose	2 976	2 897	2 950	2 908	2 963
Arbeitslosenquote BA <sup>1</sup>	7,1	6,8	6,9	6,7	6,8
Erwerbslose <sup>2</sup>	2 502	2 316	2 270	2 138	2 201
Erwerbslosenquote <sup>3</sup>	5,7	5,2	5,1	5,0	5,2

1 Arbeitslose in Prozent der zivilen Erwerbspersonen (Definition gemäß Bundesagentur für Arbeit).

2 Definition der ILO.

3 Erwerbslose in Prozent der inländischen Erwerbspersonen.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit; 2014 und 2015: Prognose der Institute.

© GD Herbst 2014

steuer zu Mehreinnahmen. Doch sind die nochmalige Anhebung des Grundfreibetrags bei der Einkommensteuer und der sukzessive Übergang zur nachgelagerten Rentenbesteuerung mit Mindereinnahmen verbunden. Hinzu kommt, dass Einnahmen aus der Kernbrennstoffsteuer infolge eines Gerichtsurteils teilweise entfallen und den klagenden Unternehmen die in den zurückliegenden Jahren abgeführte Kernbrennstoffsteuer zurückerstattet werden musste.<sup>18</sup> Schließlich werden die gewinnabhängigen Steuern nicht zuletzt aufgrund der schwachen Entwicklung der Unternehmens- und Vermögenseinkommen nur verhalten expandieren.

Die Sozialbeiträge dürften im Jahr 2014 mit 3,2 Prozent deutlich stärker zulegen als im vergangenen Jahr, in dem die Senkung des Beitragssatzes zur gesetzlichen Rentenversicherung um 0,7 Prozentpunkte das Aufkommen dämpfte. Im laufenden Jahr setzte die Bundesregierung die aufgrund der weiter gestiegenen Rücklagen gesetzlich gebotene Senkung des Beitragssatzes zur gesetzlichen Rentenversicherung nicht in Kraft; auch steigen die Bruttolöhne- und -gehälter stärker als im vergangenen Jahr.

<sup>18</sup> Diese Klage geht von den beiden Energieversorgern EON und RWE aus, denen der Bund – nachdem der Fall dem Europäischen Gerichtshof (EuGH) vorgelegt wurde – im Mai die von den beiden Klägern bisher abgeführte Kernbrennstoffsteuer einstweilig zurückerstatten musste. Dies mindert in Abgrenzung der Finanzstatistik die Steuereinnahmen des Staates in diesem Jahr um 1 Milliarde Euro. Auch werden EON und RWE im Prognosezeitraum keine Steuer mehr entrichten. Sollte der EuGH im kommenden Jahr entscheiden, dass die deutsche Kernbrennstoffsteuer mit dem europäischen Wettbewerbsrecht nicht vereinbar ist, so würde dies in den volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen als Steuermindereinnahme berücksichtigt. In diesem Fall würden allerdings nicht Steuermindereinnahmen, sondern geleistete Vermögenstransfers gebucht.

Die Vermögenseinkommen des Staates legen kräftig zu, vor allem weil die Bundesbank mit 4,6 Milliarden Euro einen höheren Gewinn an den Bund abgeführt hat als im Vorjahr (0,6 Milliarden Euro), in dem er durch die Bildung von Rückstellungen für die aus der Krise im Euroraum resultierenden Risiken gemindert worden war. Dagegen steigen die Verkäufe des Staates merklich schwächer als zuletzt. Zwar dürften die kommunalen Abgaben erhöht werden. Dem steht aber die Abschaffung der Studiengebühren in Bayern (zum Wintersemester 2013/2014) sowie in Niedersachsen (zum Wintersemester 2014/2015) gegenüber.

Im kommenden Jahr dürften die Steuereinnahmen mit 3,7 Prozent und somit verstärkt expandieren. Die kräftige Zunahme beruht darauf, dass die Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer nochmals stärker zulegen<sup>19</sup> und die Progressionseffekte der Lohn- und Einkommensteuer – anders als in diesem Jahr – nicht durch eine nochmalige Anhebung des Grundfreibetrags geschmälert werden. Zudem dürften die Steuern vom Umsatz mit dem Anziehen der privaten Konsumnachfrage kräftig zulegen. Dagegen dürften die Sozialbeiträge im kommenden Jahr weniger stark steigen. Zwar legen die Bruttolöhne- und -gehälter zu, und auch die Anhebung des Beitragssatzes zur Pflegeversicherung um 0,3 Prozentpunkte führt zu Mehreinnahmen. Demgegenüber wird die Beitragsbelastung bei

<sup>19</sup> Allerdings ist der auch durch die Einführung des flächendeckenden Mindestlohns bedingte starke Anstieg der pro Kopf-Löhne und -Gehälter im Jahr 2015 mit Blick auf die Entwicklung der Lohnsteuereinnahmen zu relativieren, weil ein Großteil der davon begünstigten Einkommen unterhalb des Grundfreibetrags bei der Einkommensteuer liegt.

## Kasten 3

**Zur Generalrevision 2014 der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen**

Im September 2014 wurden vom Statistischen Bundesamt erstmals Ergebnisse nach der Generalrevision 2014 der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) veröffentlicht. Mit dieser werden die VGR auf das Europäische System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 2010 (ESVG 2010) umgestellt. Solche grundlegenden Überarbeitungen der VGR erfolgen in größeren zeitlichen Abständen und sollen das Rechenwerk u. a. an den Strukturwandel in der Wirtschaft, neue methodische Entwicklungen und geänderte Anforderungen der Nutzer anpassen. Das ESGV 2010 beruht auf dem System of National Accounts (SNA 2008).<sup>1</sup> Es löst das ESGV 95 ab und enthält gegenüber diesem zahlreiche Präzisierungen und Methodenänderungen. Die Umstellung ist für alle Länder der EU bindend, da harmonisierte Daten beispielsweise für die Berechnung der Beiträge der Mitgliedstaaten zur Finanzierung des EU-Haushaltes oder im Rahmen des Stabilitäts- und Wachstumspakts benötigt werden.<sup>2</sup> Auch die Verteilung der Mittel aus dem EU-Struktur- und Regionalfonds basiert auf harmonisierten VGR-Daten.

Die quantitativ bedeutsamste Änderung der Generalrevision 2014 mit Auswirkung auf das Niveau des nominalen Bruttoinlandsprodukts betrifft die Behandlung der Aufwendungen

**1** Vgl. Braakmann, A., Revidierte Konzepte für Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, in: *Wirtschaft und Statistik*, August 2013, S. 521-527, Statistisches Bundesamt, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Konzeptionelle Unterschiede zwischen ESGV 2010 und ESGV 1995*, Wiesbaden, August 2014, Nierhaus, W., *Zur Einführung des ESGV 2010: Auswirkungen auf das Bruttoinlandsprodukt*, in: *ifo Schnelldienst*, 5/2014, 67. Jahrgang, S. 45-48, Drechsel, K., *Aktuelle Trends: Zu den Effekten der Generalrevision des Bruttoinlandsprodukts*, in: *IWH, Wirtschaft im Wandel*, Jg. 20 (4), 2014, S. 59, sowie Arbeitskreis Konjunktur des IWH; Kiel Economics, *Konjunktur aktuell: Deutsche Konjunktur hat Schwung verloren*, in: *IWH, Konjunktur aktuell*, Jg. 2 (4), 2014, S. 163-174.

**2** Für Haushalts- und Eigenmittelzwecke gilt weiterhin das ESGV 95, solange der Beschluss vom 7. Juni 2007 des Rates der Europäischen Union über das System der Eigenmittel der Europäischen Gemeinschaften in Kraft ist. Abweichend davon können die Mitgliedstaaten zur Festlegung der auf der Mehrwertsteuer basierenden Eigenmittel, wenn die benötigten Daten nach dem ESGV 95 nicht verfügbar sind, Daten verwenden, die auf dem ESGV 2010 basieren. Vgl. *Amtsblatt der Europäischen Union*, 56. Jahrgang 26. Juni 2013, Verordnung (EU) Nr. 549/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=OJ.L:2013:174:FULL&from=DE>.

für Forschung und Entwicklung (FuE). Die FuE-Aufwendungen von Unternehmen wurden bisher in den VGR als Vorleistungen gebucht. Da Vorleistungen bei der BIP-Ermittlung vom Produktionswert abgezogen werden, waren FuE-Aufwendungen bisher nicht im BIP enthalten. Da das aus Forschung und Entwicklung resultierende Wissen im Produktionsprozess wiederholt genutzt werden kann, wird es nunmehr als Kapital angesehen. Deshalb werden die FuE-Aufwendungen der Unternehmen als Bruttoanlageinvestitionen verbucht und erhöhen so das BIP. Die staatlichen FuE-Aufwendungen werden analog behandelt; als Gegenposition sinken aber die öffentlichen Konsumausgaben, was im Anschaffungsjahr das BIP unverändert lässt, in den Folgejahren jedoch zu einem höheren BIP führt, weil der auf das FuE-Anlagevermögen anfallende Abschreibungsbedarf die über die Kostenkomponenten ermittelte Bruttowertschöpfung des Sektors erhöht.

Eine andere BIP-wirksame Änderung betrifft die Zuordnung von militärischen Gütern in den VGR: Nach dem bisherigen ESGV 95 waren lediglich im Grundsatz auch zivil nutzbare militärische Anlagen (wie Kasernen) als Anlageinvestitionen zu buchen. Alle sonstigen Militärgüter (wie Panzer) wurden als Vorleistungen des Staates verbucht und erhöhten damit die staatlichen Konsumausgaben. Nunmehr werden militärische Waffensysteme, die länger als ein Jahr genutzt werden, zu den Anlagegütern gezählt, und ihre Anschaffung wird als Investition gebucht. Damit wird dem Umstand Rechnung getragen, dass Waffensysteme kontinuierlich für die Bereitstellung von Sicherheitsdienstleistungen genutzt werden. Im Anschaffungsjahr ist die neue Buchungsregel BIP-neutral. In den Folgejahren erhöht sich aber aufgrund der auf Waffensysteme anfallenden Abschreibungen das BIP.

Ferner wird im ESGV 2010 die Abgrenzung der volkswirtschaftlichen Sektoren präzisiert. Dies führt dazu, dass eine größere Zahl von Wirtschaftseinheiten dem Sektor Staat zugerechnet wird. Auf der Verwendungsseite bewirkt dies eine BIP-neutrale Verschiebung von den Konsumausgaben der privaten Organisationen hin zu den Konsumausgaben des Staates. Allerdings erhöht sich durch diese Umbuchung der Schuldenstand des öffentlichen Sektors etwas.

der gesetzlichen Krankenversicherung im kommenden Jahr voraussichtlich um 0,1 Prozentpunkte sinken.<sup>20</sup> Insbesondere dürfte aber der Beitragssatz zur

**20** So ist davon auszugehen, dass nur wenige Kassen aufgrund einer derzeit noch guten Finanzlage den dann kassenindividuell festzusetzenden Zusatzbeitrag niedriger ansetzen werden.

gesetzlichen Rentenversicherung bei der in dieser Prognose vorhergesagten Lohn- und Beschäftigungsentwicklung aufgrund der weiter steigenden Nachhaltigkeitsrücklage zum 1. Januar 2015 um 0,3 Prozentpunkte gesenkt werden. Insgesamt legen die Sozialbeiträge im Jahr 2015 um 2,8 Prozent zu. Die Vermögenseinkommen des Staates dürften im Jahr 2015 sinken, weil

Eine weitere Neuerung betrifft die Behandlung von Waren, die im Rahmen der Lohnveredelung ohne Eigentumswechsel zur Weiterverarbeitung ins Ausland gesendet werden. Bisher wurden derartige Güter beim Versand als Exporte ausgewiesen und bei der Rückkehr als Importe, deren Wert infolge der Weiterverarbeitung über dem der zugehörigen Exporte lag. Mit dem ESVG 2010 wird nur noch die Einfuhr der Veredelungs(dienst-)leistung verbucht. Dadurch werden Ein- und Ausfuhren deutlich geringer ausgewiesen, während der Außenbeitrag unverändert bleibt. Weitere Änderungen im ESVG 2010 beziehen sich auf die Erfassung von Schaden- bzw. Rückversicherungen sowie von Renten- und Pensionsansprüchen privater Haushalte an private und staatliche Träger von Alterssicherungssystemen.

Neben der Umstellung auf das ESVG 2010 wurden mit der Generalrevision eine Reihe weiterer Änderungen vorgenommen, die durch Neuerungen im Datenangebot ermöglicht werden oder mit denen die Vergleichbarkeit der VGR-Ergebnisse innerhalb der EU erhöht werden soll. Aus letztgenanntem Grund werden in die nationalen BIP-Berechnungen illegale Produktionsaktivitäten (in Deutschland: Drogenproduktion, Drogenhandel und Zigarettschmuggel) einbezogen. Größere Änderungen für die Darstellung des Außenhandels resultieren daraus, dass der Handel von Kontrakten an der Strombörse durch Ausländer nicht mehr als Außenhandel erfasst wird, sondern in der Kapitalbilanz. Hier hatte Deutschland einen statistischen Sonderweg beschritten, aus dem eine Aufblähung des Außenhandels resultierte, ohne dass es de facto zu einer grenzüberschreitenden Lieferung von Strom gekommen war.

Alles in allem hat die Generalrevision dazu geführt, dass das nominale BIP im Zeitraum 1991 bis 2013 durchschnittlich um 3 Prozent höher ausgewiesen wird als bisher. Auf konzeptbedingte Änderungen wie die Verbuchung der Ausgaben für FuE als Investitionen oder die geänderte Zuordnung militärischer Waffensysteme entfallen rund 80 Prozent des Gesamteffekts. Auf nichtkonzeptbedingte Änderungen gehen die restlichen 20 Prozent zurück, wobei hier vor allem die Neuberechnung der Wohnungsvermietung aufgrund des Zensus 2011 zu Buche schlägt.

Auf der Verwendungsseite des BIP erhöht sich durch die Revision die Investitionsquote (Anteil der Bruttoinvestitionen am BIP) um rund 2 Prozentpunkte. Auf der Verteilungsseite des BIP ist die Lohnquote (Anteil der Arbeitnehmerentgelte

am Volkseinkommen) ab dem Jahr 2005 aufgrund der Aufwärtsrevision des Arbeitnehmerentgelts leicht gestiegen, die im Einkommenskreislauf residual ermittelte Gewinnquote entsprechend leicht gesunken. Die langfristige Entwicklung dieser Größen blieb aber erhalten. Die Schuldenstandquote (Bruttoschuldenstand des Staates in Relation zum BIP) ist aufgrund der genannten Daten- und Konzeptänderungen auf 76,9 Prozent im Jahr 2013 gesunken. Zwar erhöhen sich durch die erweiterte Abgrenzung des Staatssektors Kreditaufnahme und Schuldenstand des Staates. Jedoch überwiegt der Einfluss des durch die Revision erhöhten Nenners der beiden Quoten.

Im Rahmen der Konjunkturanalyse steht aber nicht nur die revisionsbedingte Erhöhung/Absenkung von nominalen VGR-Aggregaten oder Quoten im Fokus, sondern auch die geänderte Darstellung der realen Wirtschaftsentwicklung. Die Veränderungsdaten des realen BIP sind im Revisionszeitraum 1991 bis 2013 im Durchschnitt nahezu unverändert geblieben.<sup>3</sup> Betrachtet man die Revisionsergebnisse für einzelne Jahre, so fällt die Korrektur der Jahresrate des realen BIP im Rezessionsjahr 2009 am größten aus (jetzt: -5,6 Prozent statt -5,1 Prozent). Im Gegenzug wird für die beiden Folgejahre ein etwas kräftigerer Anstieg des BIP ausgewiesen. Die jahresdurchschnittlichen Veränderungsdaten des realen BIP für die Jahre 2012 und 2013 sind gegenüber dem alten Datenstand hingegen merklich nach unten revidiert worden, nämlich um 0,3 Prozentpunkte pro Jahr. Dies ist aber weniger Folge der Generalrevision als vielmehr der turnusgemäß überarbeiteten Datengrundlage am aktuellen Rand. Durch sie verlief auch die saisonbereinigte Entwicklung in diesem Zeitraum schlechter als bisher ausgewiesen. So ging das reale BIP im Winterhalbjahr 2012/13 zwei Quartale in Folge zurück, was häufig als Rezession interpretiert wird. Zugleich fiel die Kapazitätsauslastung in der Industrie unter den langjährigen Durchschnitt.<sup>4</sup>

**3** Die mittlere absolute Revision der vierteljährlichen Veränderungsdaten des realen BIP beträgt 0,12 Prozentpunkte im Vorjahresvergleich und 0,09 Prozentpunkte im saisonbereinigten Vorquartalsvergleich. Vgl. Statistisches Bundesamt, VGR-Generalrevision 2014: Ergebnisse und Hintergründe, Hintergrundpapier zur Pressemitteilung vom 1. September 2014.

**4** Zur Rezessionsdefinition der Institute siehe Arbeitsgemeinschaft deutscher wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute (2001), Zur Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Herbst 2001, ifo Schnelldienst 54(20), 3-43.

die Bad-Bank-Portfolios abgeschmolzen werden; auch dürften die Einnahmen aus dem Bundesbankgewinn im kommenden Jahr nicht weiter steigen. Die Verkäufe des Staates werden dagegen im Jahr 2015 wieder etwas kräftiger expandieren. Der dämpfende Effekt der Abschaffung der Studiengebühren entfällt, und viele Kommunen werden erneut Abgaben erhöhen. Alles in

allem nehmen die Staatseinnahmen im kommenden Jahr um 3,1 Prozent zu.

Die Ausgaben des Staates dürften im Jahr 2014 mit 3,0 Prozent stärker zulegen als im Vorjahr. Die sozialen Sachleistungen werden nach dem Auslaufen der Rabattverträge für Arzneimittel mit 4,9 Prozent kräf-

Tabelle 16

**Ausgewählte finanzwirtschaftliche Indikatoren<sup>1</sup>**

In Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts

	Staatseinnahmen			Staatsausgaben			Finanzierungs- saldo	Nachrichtlich: Zinssteuer- quote <sup>2</sup>
	insgesamt	darunter:		insgesamt	darunter:			
		Steuern	Sozialbeiträge		Zinsausgaben	Brutto- investitionen		
2000 <sup>3</sup>	45,7	23,2	18,1	47,1	3,1	2,3	-1,4	13,5
2001	43,8	21,5	17,8	46,9	3,0	2,3	-3,1	14,0
2002	43,4	21,0	17,9	47,3	3,0	2,2	-3,9	14,1
2003	43,7	21,1	18,1	47,8	2,9	2,1	-4,1	13,8
2004	42,6	20,6	17,7	46,3	2,8	2,0	-3,7	13,6
2005	42,8	20,8	17,4	46,1	2,8	1,9	-3,3	13,3
2006	43,0	21,6	16,9	44,6	2,7	1,9	-1,5	12,6
2007	43,1	22,4	16,1	42,7	2,7	1,9	0,3	11,9
2008	43,5	22,7	16,1	43,5	2,7	2,0	0,0	11,8
2009	44,4	22,4	16,9	47,4	2,6	2,3	-3,0	11,8
2010 <sup>4</sup>	43,1	21,4	16,5	47,3	2,5	2,3	-4,2	11,5
2011	43,7	22,0	16,4	44,5	2,5	2,2	-0,8	11,3
2012	44,3	22,5	16,5	44,1	2,3	2,2	0,1	10,1
2013	44,4	22,7	16,6	44,2	2,0	2,2	0,3	8,7
2014	44,4	22,6	16,6	44,1	1,8	2,3	0,3	7,9
2015	44,5	22,8	16,5	44,4	1,7	2,3	0,1	7,5

<sup>1</sup> In der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen.<sup>2</sup> Zinsausgaben des Staates in Relation zum Steueraufkommen.<sup>3</sup> Ohne Erlöse aus der Versteigerung von UMTS-Lizenzen (50,8 Milliarden Euro).<sup>4</sup> Ohne Erlöse aus der Versteigerung der Mobilfunklizenzen (4,4 Milliarden Euro).

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute; 2014 und 2015: Prognose der Institute.

© GD Herbst 2014

tig zunehmen, wenn auch mit einem etwas niedrigeren Tempo als im Vorjahr, in dem die Abschaffung der Praxisgebühr die Ausgaben erhöhte. Die Arbeitnehmerentgelte dürften im Jahr 2014 um 3,2 Prozent zulegen. So wurden für die Angestellten von Bund und Kommunen Tariflohnerhöhungen von drei Prozent beschlossen, und auch die Entgelterhöhungen für die Beschäftigten der Länder fielen kräftig aus. Die Zinsausgaben werden abermals sinken, da die Verzinsung sowohl von Anleihen des Bundes als auch der Länder seit Beginn des laufenden Jahres nochmals zurückgegangen ist. Hinzu kommt, dass die Portfolios der Bad Banks weiter abschmelzen und die gesamtstaatliche Verschuldung seit dem vergangenen Jahr zurückgeführt wird.

Bei den monetären Sozialleistungen schlagen insbesondere Mehrausgaben der gesetzlichen Rentenversicherung zu Buche. So fiel die Rentenanpassung zum 1. Juli 2014 relativ hoch aus. Maßgeblich hierfür waren insbesondere der Anstieg der Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmer im Jahr 2013 sowie die rentenerhöhend wirkende Beitragssatzsenkung um 0,7 Prozentpunkte zum 1. Januar 2013. Zudem ergeben sich deutli-

che Mehrausgaben aus den zur Mitte des Jahres in Kraft getretenen Leistungsausweitungen in der gesetzlichen Rentenversicherung. Die Einführung der abschlagsfreien Rente ab 63 für langjährig Versicherte, die ausgeweitete Anerkennung von Kindererziehungszeiten („Mütterrente“) sowie die Änderungen bei der Rente wegen Erwerbsunfähigkeit und bei Rehabilitationsleistungen führen zu Mehrausgaben in Höhe von 4,4 Milliarden Euro im Jahr 2014 (Tabelle 9). Schließlich wirken die Anhebung des Hartz-IV-Regelsatzes zum 1. Januar 2014 sowie des Betreuungsgeldes zum 1. August 2014 ausgabensteigernd. Alles in allem nehmen die monetären Sozialleistungen im laufenden Jahr um 3,2 Prozent zu.

Die öffentlichen Investitionen werden im Jahr 2014 mit 7,8 Prozent beschleunigt zulegen. Die derzeit gute Haushaltslage beim Bund und bei vielen Kommunen regt die Investitionstätigkeit an. Darüber hinaus dürfte ein Großteil der Investitionen zur Wiederherstellung der durch die Flutschäden vom Frühsommer 2013 zerstörten öffentlichen Infrastruktur im laufenden Jahr durchgeführt werden, und die im Koalitionsvertrag vereinbarten Investitionen in die Verkehrsinfrastruktur sowie in Kindertagesstätten laufen allmählich an.

Im kommenden Jahr dürfte sich der Anstieg der Staatsausgaben auf 3,5 Prozent beschleunigen. Die sozialen Sachleistungen werden abermals kräftig expandieren, da mit dem ersten Pflegestärkungsgesetz die Pflegeleistungen, insbesondere für Demenzzranke, zum 1. Januar 2015 deutlich ausgeweitet werden. Die Arbeitnehmerentgelte dürften im kommenden Jahr etwas schwächer steigen als im Jahr 2014. So fallen die bereits vereinbarten Entgelterhöhungen bei den Beschäftigten des Bundes und den kommunalen Angestellten etwas geringer aus als im Vorjahr. Die zu Beginn des kommenden Jahres für die Beschäftigten der Länder anstehenden Tariflohnverhandlungen dürften sich an diesen Entgelterhöhungen orientieren. Die Zinsausgaben werden im kommenden Jahr nochmals leicht sinken. Zum einen bleiben die Refinanzierungskonditionen des Staates günstig, zum anderen werden die Verbindlichkeiten der Bad Banks weiter abgebaut.

Die monetären Sozialleistungen werden im kommenden Jahr kräftig steigen. Dies ist im Wesentlichen darauf zurückzuführen, dass die Leistungsausweitungen der gesetzlichen Rentenversicherung erstmals ganzjährig wirken. Hinzu kommt, dass die Rentenanpassung zum 1. Juli 2015 kräftiger ausfallen wird als im laufenden Jahr. So steigen die Bruttolöhne und -gehälter pro Kopf im Jahr 2014, die die Rentenanpassung 2015 determinieren, erneut spürbar. Hinzu kommt, dass im Jahr 2015 auch in Westdeutschland die rentenmindernden Faktoren entfallen. Die Arbeitslosenversicherung wird durch eine leicht anziehende Zahl an Empfängern von Lohnersatzleistungen belastet. Der Hartz-IV-Regelsatz wird zum 1. Januar 2015 erneut angehoben. Jedoch kommt es zu entlastenden Effekten, weil in Folge der Einführung des Mindestlohns die Sozialausgaben für Aufstocker abnehmen. Insgesamt erhöhen sich die monetären Sozialleistungen im kommenden Jahr um 3,5 Prozent.

Die öffentlichen Investitionen werden im Jahr 2015 weiter –, wenn auch nicht im selben Tempo wie im laufenden Jahr – zunehmen. Einerseits weitet der Bund seine Infrastrukturinvestitionen weiter aus und entlastet durch die vollständige Übernahme der BAföG-Leistungen die Länder. Von den zusätzlichen Mitteln dürfte ein Teil für Investitionen im Bildungsbereich genutzt wer-

den. Andererseits dürfte sich die Finanzlage der Kommunen, die den Großteil der öffentlichen Investitionen vornehmen, nicht mehr in dem Maße verbessern wie im vergangenen Jahr. Zudem laufen die Maßnahmen zur Beseitigung der Flutschäden im kommenden Jahr aus. Insgesamt werden die Bruttoinvestitionen des Staates im Jahr 2015 um 5,0 Prozent steigen.

Im laufenden Jahr wird der Staat voraussichtlich einem Budgetüberschuss von 7,8 Milliarden Euro bzw. in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt von 0,3 Prozent erzielen. Im Jahr 2015 dürfte sich der Überschuss auf knapp drei Milliarden Euro bzw. 0,1 Prozent in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt verringern (Tabelle 16). Der strukturelle Überschuss beläuft sich in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt auf 0,4 Prozent im laufenden Jahr und auf 0,3 Prozent im kommenden Jahr.

Der Schuldenstand des Staates, der im vergangenen Jahr bei 76,9 Prozent in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt lag, wird im Prognosezeitraum weiter zurückgehen. Hierzu tragen sowohl der positive Finanzierungssaldo der Gebietskörperschaften als auch das weitere Abschmelzen der Bad Bank-Portfolios bei.<sup>21</sup> Allerdings dürfte der weitere Abbau von Verbindlichkeiten der Bad Banks den Schuldenstand des Staates im Prognosezeitraum deutlich weniger mindern als noch im Jahr 2013. Dagegen werden die Auszahlungen im Zusammenhang mit der europäischen Staatsschuldenkrise, die den Schuldenstand erhöhen, im Prognosezeitraum sinken. Im Jahr 2014 dürfte sich der Schuldenstand auf 73 ½ Prozent und im Jahr 2015 auf rund 70 Prozent in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt belaufen.

<sup>21</sup> Laut Bundesministerium der Finanzen trug das Abschmelzen der Bad Bank-Portfolios im Jahr 2013 um 2,2 Prozentpunkte zum Abbau der Schuldenquote bei. Vgl. BMF: Konsolidierungserfolge verstetigen – ausgeglichene öffentliche Haushalte sichern. Monatsbericht des BMF, August 2014, S. 50.

## 4. Mittelfristige Projektion

### Schätzung des Produktionspotenzials

Das Produktionspotenzial wird von den Instituten auftragsgemäß mit der Methode geschätzt und bis zum Jahr 2019 fortgeschrieben, die von der Europäischen Kommission angewendet wird.<sup>22</sup> Die gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten werden auf Basis einer Cobb-Douglas-Produktionsfunktion abgeleitet. In die Berechnung gehen das potenzielle Arbeitsvolumen, der Kapitalbestand und der Trend der Totalen Faktorproduktivität (TFP) unter der Annahme konstanter Skalenerträge ein. Die Veränderung der TFP wird aus dem Solow-Residuum abgeleitet und stellt den Anteil des Produktionsanstiegs dar, der nicht auf einen vermehrten Einsatz der Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital zurückzuführen ist.

Das in Stunden gemessene potenzielle Arbeitsvolumen setzt sich multiplikativ aus der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter, der trendmäßigen Partizipationsrate, der potenziellen Beschäftigungsquote und dem Trend der

<sup>22</sup> Vgl. D'Auria, F., C. Denis, K. Havik, K. Mc Morrow, Ch. Planas, R. Raciborski, W. Röger und A. Ross (2010), The production function methodology for calculating potential growth rates and output gaps, European Commission, Economic Papers 420, Brüssel.

durchschnittlichen Arbeitszeit je Erwerbstätigen zusammen. Für die Abgrenzung der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter werden Personen zwischen 15 und 74 Jahren berücksichtigt. Für die Jahre 2011 bis 2013 werden hierfür die Ergebnisse des Zensus 2011 zu Grunde gelegt. Für den Zeitraum von 1970 bis 2010 wurden die Daten mithilfe der Jahresveränderungsraten der bisherigen Bevölkerungsstatistik zurückgerechnet.<sup>23</sup> Hinsichtlich der künftigen Bevölkerungsentwicklung lehnen sich die Institute an die 12. Koordinierte Bevölkerungsvorausberechnung des Statistischen Bundesamts (Variante 1-W1) an.<sup>24</sup> Diese Berechnung wurde aber bereits im Jahr 2009 veröffentlicht und spiegelt die jüngste Bevölkerungsentwicklung nur unzureichend wider. In Variante 1-W1 wurden für die Jahre 2010 bis 2013 positive Wanderungssalden von 10 000, 40 000, 60 000 bzw. 80 000 Personen angenommen.

Seit dem Jahr 2010 übersteigt die Zahl der Zuzüge die Anzahl der Fortzüge um rund 1,2 Millionen Personen, womit die Annahme der Bevölkerungsprojektion um rund eine Million Personen übertroffen wird. Für die Produktionsmöglichkeiten einer Volkswirtschaft ist jener Teil der Bevölkerung relevant, der dem Arbeitsmarkt zur Verfügung steht. Dies sind die Personen im erwerbsfähigen Alter. In Anlehnung an die Altersverteilung der Zuwanderung in der Vergangenheit wird angenommen, dass von den neu nach Deutschland kommenden Personen etwa 88 Prozent auf die relevante Altersgruppe entfallen.

Große Zuwächse verzeichnet momentan die Zuwanderung aus den Krisenländern des Euroraums. Im Zuge der bereits begonnenen wirtschaftlichen Erholung und der damit einhergehenden Verbesserung der Arbeitsmarktperspektiven in den Herkunftsländern der Zuwanderer wird die Zuwanderung nach Deutschland in den kommenden Jahren wieder abebben. Zudem kommen aufgrund der seit Jahresbeginn 2014 geltenden Arbeitnehmerfreizügigkeit für Personen aus Rumänien und Bulgarien verstärkt Arbeitnehmer von dort

<sup>23</sup> Dies führt zu einer Verringerung der statistisch erfassten Gesamtbevölkerung und einer Niveaushiftung der Zeitreihe. Die Dynamik bleibt aber unverändert, so dass sich keine Auswirkungen auf die Potenzialschätzung ergeben.

<sup>24</sup> Im Gegensatz dazu verwendet die EU-Kommission die Bevölkerungsprognose von Eurostat, die auf anderen Annahmen bezüglich der Fertilitäts- und Mortalitätsraten sowie der Migration beruht.

Tabelle 17

### Produktionspotenzial und seine Determinanten

Jahresdurchschnittliche Veränderung in Prozent<sup>1</sup>

	1995-2013 <sup>2</sup>	1995-2013	2013-2019
Produktionspotenzial	1,3	1,3	1,1
Kapitalstock	1,7 (0,6)	1,7 (0,6)	1,2 (0,4)
Solow-Residuum	0,7 (0,7)	0,7 (0,7)	0,6 (0,6)
Arbeitsvolumen	0,0 (0,0)	0,0 (0,0)	0,2 (0,1)
Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter	0,0	0,0	-0,2
Partizipationsrate	0,4	0,4	0,4
Erwerbsquote	0,2	0,1	0,2
Durchschnittliche Arbeitszeit	-0,6	-0,6	-0,2
<i>Nachrichtlich:</i>			
Arbeitsproduktivität	1,3	1,3	0,9

<sup>1</sup> Differenzen in den aggregierten Werten ergeben sich durch Rundung. In Klammern: Wachstumsbeiträge.

<sup>2</sup> Tatsächliche Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts und seiner Determinanten.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen und Projektionen der Institute.

nach Deutschland.<sup>25</sup> Dieser Effekt dürfte im Zeitverlauf an Stärke verlieren.

Für die Jahre 2014 und 2015 erwarten die Institute jeweils einen positiven Wanderungssaldo von 500 000 Personen,<sup>26</sup> während in der Bevölkerungsvorausberechnung nur von 100 000 Personen ausgegangen wurde. Für den Zeitraum 2016 bis 2019 wird von den Instituten angenommen, dass der Wanderungssaldo linear auf 100 000 Personen zurückgeht.

Trotz der vorübergehend hohen Zuwanderung wird sich der Rückgang der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter in Deutschland im Projektionszeitraum fortsetzen. Die Trendwerte der Partizipationsrate und der durchschnittlichen Arbeitszeit je Erwerbstätigen werden mit Hilfe eines statistischen Filterverfahrens (Hodrick-Prescott-Filter) geschätzt. Das mit der Anwendung solcher Verfahren verbundene Endpunktproblem wird gemildert, indem diese beiden Komponenten des Arbeitsvolumens mit Zeitreihenmodellen über den Projektionszeitraum hinaus bis zum Jahr 2022 fortgeschrieben werden. Der Rückgang der durchschnittlichen Arbeitszeit je Erwerbstätigen dürfte sich im Projektionszeitraum zwar fortsetzen, aber abschwächen, da sich der Trend zur Teilzeitarbeit wohl nicht im bisherigen Ausmaß fortsetzen wird.<sup>27</sup> Die trendmäßige Partizipationsrate dürfte im Projektionszeitraum weiter zunehmen (Tabelle 17). Nach der Bestimmung ihrer trendmäßigen Werte werden die Komponenten in die Produktionsfunktion eingesetzt.<sup>28</sup>

Bei der potenziellen Beschäftigungsquote handelt es sich um das Komplement zur strukturellen Erwerbslosenquote. Im Einklang mit der von der Europäischen Kommission angewandten Methode definieren die Institute die strukturelle Erwerbslosenquote als jene Erwerbslosenquote, bei der von der Lohnseite kein Inflationsdruck ausgeht (non-accelerating wage rate of unemployment, NAWRU). Nach dem hier verwendeten

**25** Laut Bundesagentur für Arbeit lag die Zahl der Beschäftigten aus Bulgarien und Rumänien im Juni 2014 um 116 000 Personen oder 87 Prozent höher als im Dezember 2013. Im Vergleich zum Vorjahr waren es 83 000 oder 50 Prozent mehr. Vgl. Bundesagentur für Arbeit (2014), Auswirkungen der Arbeitnehmerfreizügigkeit und der EU-Schuldenkrise auf den deutschen Arbeitsmarkt. Berichtsmonat: Juni 2014.

**26** Bereits im Januar 2014 betrug der Wanderungssaldo 40 213 Personen. Vgl. Statistisches Bundesamt (2014), Statistische Wochenberichte KW 39.

**27** Die Institute basieren die Projektion der Arbeitszeit auf ein Zeitreihenmodell, das dem trendmäßigen Verlauf der Arbeitszeit in Deutschland besser gerecht wird als der von der EU-Kommission verwendete Ansatz. Daraus ergibt sich ein weniger stark rückläufiger Trend der durchschnittlichen Arbeitszeit je Erwerbstätigen.

**28** Die Zeitreihenmodelle für die durchschnittliche Arbeitszeit und die Partizipationsrate weichen im Detail von den Spezifikationen der Europäischen Kommission ab. Die Institute spezifizieren die Prozesse auf Basis der Zeitreiheigenschaften und statistischer Gütekriterien.

Modell ist die strukturelle Erwerbslosenquote in den vergangenen Jahren auf 5 ½ Prozent im Jahr 2013 gesunken. Die Fortschreibungsmethodik impliziert, dass sie bis zum Ende des Projektionszeitraums auf 4 ½ Prozent fällt.

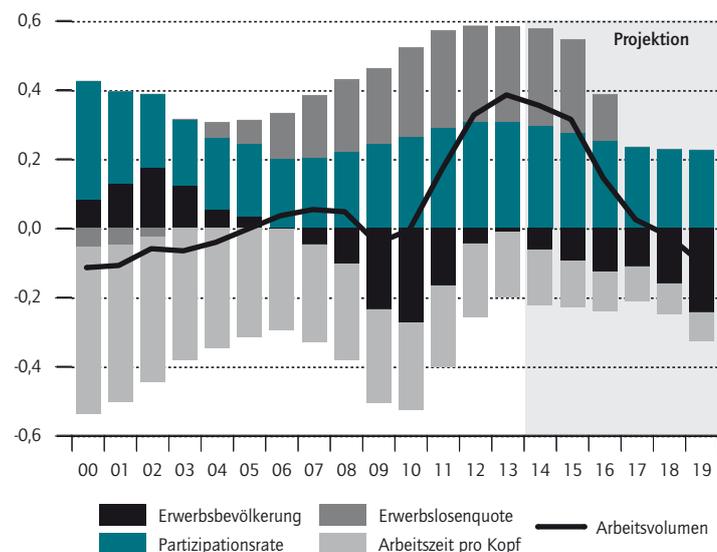
Insgesamt folgt aus der Fortschreibung der Komponenten, dass das potenzielle Arbeitsvolumen bis zum Jahr 2019 um durchschnittlich 0,2 Prozent pro Jahr zunimmt. Der Rückgang der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter wird sich im Verlauf des Projektionszeitraums aufgrund der abklingenden Zuwanderung verstärken. Der positive Wachstumsbeitrag der Partizipationsrate nimmt im Zeitverlauf ab. Der negative Wachstumsbeitrag der durchschnittlichen Arbeitszeit verringert sich etwas. Zunächst werden die negativen Wachstumsbeiträge der Entwicklung der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter und der durchschnittlichen Arbeitszeit je Erwerbstätigen durch den Anstieg der potenziellen Beschäftigungsquote (bzw. den Rückgang der strukturellen Erwerbslosenquote) sowie der trendmäßigen Partizipationsrate überkompensiert. Ab dem Jahr 2018 überwiegen dann die negativen Wachstumsbeiträge (Abbildung 17).

Im Einklang mit dem Verfahren, das auch von der Europäischen Kommission angewendet wird, bestimmen die

Abbildung 17

**Komponenten der Veränderung des Arbeitsvolumens**

In Prozent, Prozentpunkten

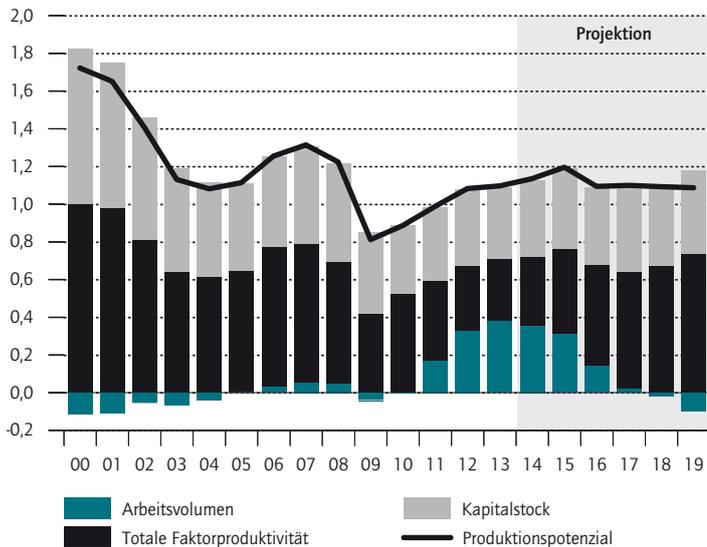


Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen und Projektionen der Institute.

Abbildung 18

### Wachstumsbeiträge der Produktionsfaktoren zum Produktionspotenzial

In Prozent, Prozentpunkten



Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen und Projektionen der Institute.

© GD Herbst 2014

Institute den trendmäßigen technischen Fortschritt mit einer Methode, die den Trend von der konjunkturellen Komponente mittels Umfragedaten zur Kapazitätsauslastung trennt. Dabei verwenden die Institute Angaben zur Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe.<sup>29</sup> Aus dem Modell ergibt sich, dass die Totale Faktorproduktivität im Projektionszeitraum mit einer Trendrate von 0,6 Prozent pro Jahr expandieren wird.

Das jahresdurchschnittliche Bruttoanlagevermögen wird im Projektionszeitraum auf Basis der Bruttoanlageinvestitionen und des Abschreibungssatzes aus dem Jahr 2013 fortgeschrieben. Zur Bestimmung der Anlageinvestitionen wird deren Relation zum Produktionspotenzial, d. h. die potenzielle Investitionsquote, mit einem Zeitreihenmodell fortgeschrieben. Nach diesem Verfahren wird der Kapitalbestand bis zum Jahr 2019 um 1,2 Prozent pro Jahr zunehmen.

Alles in allem ergibt sich bis zum Ende des Projektionszeitraums ein Wachstum des Produktionspoten-

<sup>29</sup> Die EU-Kommission nutzt zusätzlich Angaben aus den Unternehmensbefragungen zur Geschäftslage im Dienstleistungssektor. Konjunkturelle Schwankungen kommen aber beim Verarbeitenden Gewerbe aufgrund der stärkeren Ausrichtung auf Auslandsmärkte mehr als im Dienstleistungsbereich zum Tragen, weshalb die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe besser zur Trennung von Konjunktur und Trend geeignet erscheint.

zials um 1,1 Prozent pro Jahr. Während die Ausweitung des Kapitalbestands und die TFP über den gesamten Projektionszeitraum das Wachstum stützen, wird der Beitrag des Arbeitsvolumens in den letzten beiden betrachteten Jahren negativ (Abbildung 18). Mittelfristig trägt der technische Fortschritt am stärksten zum Potenzialwachstum bei.

Im Vergleich zum Frühjahrsgutachten 2014 ergibt sich bis 2018 eine um 0,4 Prozentpunkte niedrigere durchschnittliche Potenzialwachstumsrate. Nach der Revision der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen werden die Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen als Bruttoanlageinvestitionen berücksichtigt. Dies hat zur Folge, dass das Verhältnis von Kapitalstock zum Bruttoinlandsprodukt gestiegen ist, während das Verhältnis von TFP und Bruttoinlandsprodukt abgenommen hat. Zudem hat sich ihre Dynamik verringert. Beides hat zur Folge, dass der Wachstumsbeitrag des technischen Fortschritts zurückgegangen ist. Aufgrund der ungünstigeren Einschätzung der Investitionen bereits in der kurzen Frist steigt der Kapitalbestand nun schwächer als im Frühjahr unterstellt. Der Trend der durchschnittlichen Arbeitszeit geht etwas mehr zurück.

### Internationale und wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen

Die weltwirtschaftliche Produktion dürfte in der mittleren Frist in moderatem Tempo ausgeweitet werden. Dabei dürfte sich das Expansionstempo durch den Wegfall der in der ersten Jahreshälfte 2014 aufgetretenen belastenden Sonderfaktoren zunächst etwas erhöhen. Im weiteren Verlauf werden die Expansionskräfte aber wohl wieder etwas nachlassen. In der Gruppe der fortgeschrittenen Volkswirtschaften dürfte die konjunkturelle Dynamik vor allem in den angelsächsischen Ländern hoch bleiben.

In den USA lässt die verbesserte Lage auf dem Arbeitsmarkt erwarten, dass die verfügbaren Einkommen und der private Konsum die Konjunktur stützen. Allerdings ist damit zu rechnen, dass die Wende hin zu einer restriktiveren Geldpolitik das Expansionstempo zunehmend drosselt. In den Jahren 2013 bis 2019 dürfte die Produktion mit einer jahresdurchschnittlichen Rate von 2½ Prozent ausgeweitet werden. Für Großbritannien ist aufgrund des hohen Expansionstempos in der ersten Jahreshälfte 2014 zu erwarten, dass die Geldpolitik in absehbarer Zeit auf einen restriktiveren Kurs einschwenkt. Dementsprechend dürfte sich die Ausweitung der Produktion etwas abschwächen, in der mittleren Frist aber deutlich aufwärts gerichtet bleiben. Im Durchschnitt des mittelfristigen Prognosezeitraums

ist mit einem Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts von 2¼ Prozent zu rechnen.

Auch in Japan deutet die verbesserte Lage auf dem Arbeitsmarkt darauf hin, dass sich die binnenwirtschaftliche Dynamik weiter erhöhen wird. Damit ist auch zu erwarten, dass sich der Anstieg der Preise fortsetzt. Daher dürfte die Geldpolitik mittelfristig auf einen restriktiveren Kurs einschwenken, wenn auch zu einem deutlich späteren Zeitpunkt als in den USA. Angesichts eines Potenzialwachstums von einem Prozent oder weniger ist im Prognosezeitraum aber mit einer jahresdurchschnittlichen Wachstumsrate von etwas mehr als 1 Prozent pro Jahr zu rechnen.

Die Konjunktur im Euroraum wird von der schwachen wirtschaftlichen Entwicklung in Frankreich und Italien belastet. Es ist mit einem weiterhin geringen Preisauftrieb im Euroraum zu rechnen. Entsprechend wird die EZB ihren derzeitigen expansiven Kurs noch einige Zeit beibehalten. Dies dürfte die wirtschaftliche Dynamik im Euroraum zwar weiterhin stützen. Die erforderlichen Anpassungen in Frankreich und Italien werden allerdings wohl weiterhin dämpfend wirken. In der mittleren Frist ist insgesamt zu erwarten, dass die Produktion mit einer Rate von 1½ Prozent ausgedehnt wird.

Aus den Schwellenländern sind aufgrund des moderaten Expansionstempos keine deutlichen Impulse zu erwarten. Dort werden die binnenwirtschaftlichen Auftriebskräfte durch strukturelle Probleme oder eine restriktive Wirtschaftspolitik belastet. In China zeichnet sich eine trendmäßige Verlangsamung der Produktionsausweitung ab, da das Arbeitsangebot kaum noch zu-

nimmt und die Produktivitätsgewinne geringer werden. Da die Wirtschaftspolitik aber genügend Spielraum hat, diese Belastungen zumindest abzumildern, dürfte sich das Expansionstempo in der mittleren Frist nur langsam abschwächen. Insgesamt erwarten die Institute eine durchschnittliche Ausweitung der Produktion von gut 7 Prozent. Nicht zuletzt aufgrund der wiederholten wirtschaftspolitischen Eingriffe bleibt das Risiko einer Überhitzung auf dem Immobilienmarkt und im Bankensektor in der mittleren Frist bestehen.

Insgesamt ist zu erwarten, dass die weltwirtschaftliche Produktion in der mittleren Frist in moderatem Tempo ausgeweitet wird. Für den Welthandel bedeutet dies, dass er im Durchschnitt der Jahre des Prognosezeitraums mit einer Rate von 4 Prozent expandiert.

Die Finanzpolitik in Deutschland wird im Projektionszeitraum insgesamt neutral ausgerichtet sein. Auf der einen Seite werden Leistungen der Sozialversicherungen ausgeweitet. Neben der abschlagsfreien Rente ab 63 und der „Mütterrente“ treten Leistungsausweitungen bei der Rente wegen Erwerbsunfähigkeit sowie bei den Rehabilitationsleistungen in Kraft. Zudem wird der Beitragssatz zur gesetzlichen Rentenversicherung gesenkt. Dämpfende Wirkungen gehen von der steigenden Abgabenlast durch die kalte Progression aus.

### Projektion der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung bis 2019

Die Produktion dürfte im Zeitraum 2013 bis 2019 mit einer jahresdurchschnittlichen Zunahme von 1¼ Pro-

Tabelle 18

#### Erwerbstätige, Produktivität und Wirtschaftswachstum

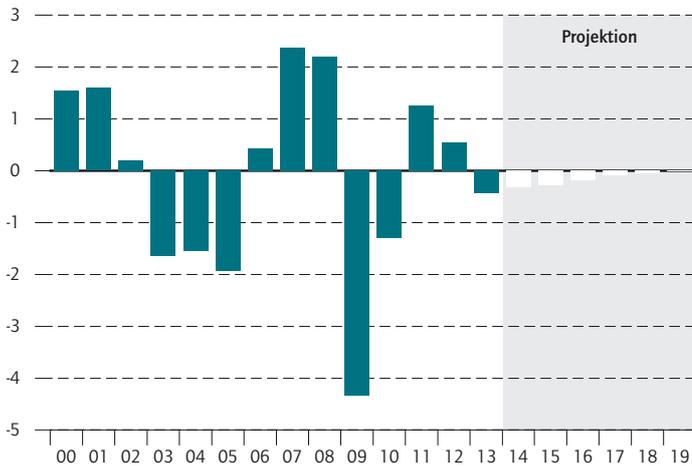
	Erwerbstätige (Inland)	Beschäftigte Arbeitnehmer (Inland)	Arbeitszeit je Erwerbstätigen	Bruttoinlandsprodukt					
				Preisbereinigt, verkettete Volumenwerte			in jeweiligen Preisen	Deflator	
				Insgesamt	je Erwerbstätigen	je Erwerbs- tätigenstunde			
				Millionen Personen	Stunden	Milliarden Euro	Euro	Milliarden Euro	2010 = 100
2007	40,325	35,798	1 424	2 595,5	64 366	45,2	2 510,1	96,7	
2013	42,281	37,824	1 363	2 681,6	63 423	46,5	2 809,5	104,8	
2019	43,1	38,6	1 360	2 879	66 830	49	3 310	115	
<b>Veränderung insgesamt in Prozent</b>									
2013/2008	4,9	5,7	-4,3	3,3	-1,5	3,0	11,9	8,3	
2019/2013	2	2	-¼	7¼	5¼	5½	17¾	9¾	
<b>Jahresdurchschnittliche Veränderung in Prozent</b>									
2013/2007	0,8	0,9	-0,7	0,5	-0,2	0,5	1,9	1,3	
2019/2013	¼	¼	0	1¼	1	1	2¾	1½	

Quellen: Statistisches Bundesamt (Fachserie 18: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen); Berechnungen der Institute; Zeitraum 2019/2013: Projektionen der Institute.

Abbildung 19

**Produktionslücke**

Relation zum Produktionspotenzial in Prozent



Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen und Projektionen der Institute.

© GD Herbst 2014

zent und damit etwas stärker als das Produktionspotenzial steigen (Tabelle 18). Aufgrund der schwachen Konjunktur schätzen die Institute, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion im Jahr 2014 ¼ Prozent unter

dem potenziellen Niveau liegt. Bis zum Ende des Projektionszeitraums wird die negative Produktionslücke geschlossen (Abbildung 19). Die weiterhin sehr expansiv ausgerichtete Geldpolitik stimuliert die Investitionstätigkeit. Da sich die Absatzperspektiven nur allmählich verbessern, wird sich aber die Investitionstätigkeit nur zögerlich beleben. Nach Überwindung der Konjunkturdelle dürften sich die Arbeitsmarkt- und Einkommensperspektiven wieder verbessern, was den privaten Konsum stützt. Dieser wird somit wohl stärker zunehmen als im zurückliegenden Sechs-Jahres-Zeitraum (Tabelle 19). Gleichwohl wird der Anteil des nominalen Konsums am Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2019 etwas niedriger als im Jahr 2013 sein, was auf einen im Vergleich zum Deflator des Bruttoinlandsprodukts schwächeren Anstieg des Preisindex des privaten Konsums in den Jahren 2014 und 2015 zurückzuführen ist.

Die in der mittleren Frist günstigere weltwirtschaftliche Entwicklung, die Impulse von der Erholung in den Industrieländern erhält, stimuliert die Exporte. Dagegen dürfte sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Unternehmen allmählich verschlechtern, weil im Zuge der Anpassungsprozesse die Preise im übrigen Euroraum langsamer steigen als hierzulande. Daher wird der nominale Außenbeitrag in Relation zum Bruttoinlandsprodukt bis 2019 leicht sinken. Die Verbraucherpreise nehmen im Projek-

Tabelle 19

**Verwendung des nominalen Bruttoinlandsprodukts**

	Bruttoinlandsprodukt	Konsumausgaben		Bruttoinvestitionen			Außenbeitrag
		Private Haushalte	Staat	Insgesamt	Bruttoanlageninvestitionen	Vorratsveränderung	
<b>In Milliarden Euro</b>							
2007	2 510,1	1 383,6	440,3	519,4	504,4	14,9	166,9
2013	2 809,5	1 571,5	541,2	533,5	554,0	-20,5	163,3
2019	3 310	1 818	654	657	676	-19	180
<b>Anteile am BIP in Prozent<sup>1</sup></b>							
2007	100,0	55,1	17,5	20,7	20,1	0,6	6,6
2013	100,0	55,9	19,3	19,0	19,7	-0,7	5,8
2019	100,0	55	19¾	19¾	20½	-½	5½
<b>Veränderung insgesamt in Prozent</b>							
2013/2007	11,9	13,6	22,9	2,7	9,8	-	-
2019/2013	17¾	15¾	21	23¾	22	-	-
<b>Jahresdurchschnittliche Veränderung in Prozent</b>							
2013/2007	1,9	2,1	3,5	0,4	1,6	-	-
2019/2013	2¾	2½	3¼	3½	3¼	-	-

<sup>1</sup> Differenzen in den aggregierten Werten ergeben sich durch Rundung.

Quellen: Statistisches Bundesamt (Fachserie 18: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen); Berechnungen der Institute; Zeitraum 2019/2013: Projektionen der Institute.

© GD Herbst 2014

## MITTELFRISTIGE PROJEKTION

---

tionszeitraum etwas stärker zu als zuletzt. Die Terms of Trade werden sich vor dem Hintergrund der geschilderten Annahmen geringfügig verbessern. Über den Projektionszeitraum wird der Deflator des Brut-

toinlandsprodukts um  $1\frac{1}{2}$  Prozent pro Jahr zunehmen. Das nominale Bruttoinlandsprodukt dürfte somit zwischen 2013 und 2019 jahresdurchschnittlich um  $2\frac{3}{4}$  Prozent steigen.

## 5. Zur Wirtschaftspolitik

Die wirtschaftlichen Aussichten für Deutschland stellen sich im Herbst 2014 erheblich ungünstiger dar als noch im Frühjahr erwartet. Dies findet seinen Niederschlag darin, dass die Institute ihre Prognose für dieses und das kommende Jahr deutlich herabgesetzt haben. Auch schätzen sie das mittelfristige Wachstum niedriger ein als in der Gemeinschaftsdiagnose vom Frühjahr. Zum Teil resultiert dies zwar aus der Änderung der Datenlage durch die Generalrevision der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. Wesentlich für die schwächere Einschätzung von Konjunktur und Wachstum ist jedoch, dass die für viele ökonomische Entscheidungen wichtigen Erwartungen über die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung herabgestuft worden sind.

Dies gilt zum einen bezüglich des internationalen Umfelds. Die Erholung im Euroraum verläuft weitaus schleppender als noch im Frühjahr prognostiziert. Die Geldpolitik kann der Konjunktur kaum noch Impulse geben, der Finanzpolitik stehen in vielen Ländern aufgrund hoher Staatsschulden keine ausreichenden budgetären Spielräume mehr zur Verfügung, und dringende erforderliche Strukturreformen kommen in wichtigen Ländern nicht voran. Zudem hat sich wegen des russisch-ukrainischen Konflikts das Investitionsklima vielerorts merklich eingetrübt. Aber auch die gesamtwirtschaftliche Expansion in den Schwellenländern verläuft inzwischen schleppender, und die mittelfristigen Aussichten stellen sich weniger günstig dar. So hat der Internationale Währungsfonds seine Prognose der mittelfristigen wirtschaftlichen Entwicklung in diesen Ländern in seiner aktuellen Prognose ein weiteres Mal herabgesetzt, nun schon zum fünften Mal in Folge seit dem Frühjahr 2011.<sup>30</sup> Dies alles reduziert die Exporterwartungen der deutschen Wirtschaft.

Zum anderen ist aber auch die binnenwirtschaftliche Dynamik zu optimistisch eingeschätzt worden. So wurde davon ausgegangen, dass die für Deutschland historisch niedrigen Zinsen die Investitionstätigkeit spürbar stimulieren würden. Dies ist zwar bei der Wohnungsbautätigkeit tatsächlich zu beobachten. Für die Unternehmensinvestitionen wogen aber unsichere Absatzsichten sowie der Gegenwind von der Wirtschaftspolitik schwerer als die günstigen Finanzierungsbedingungen. Möglicherweise verführten auch der anhaltend

stabile Arbeitsmarkt und die gute Lage der Staatsfinanzen zu einer zu positiven Einschätzung der Konjunktur. Die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung sinkt – gemessen an der Produktionslücke – schon seit 2012 mit einer kurzen Unterbrechung um die Jahreswende 2013/14. Die deutsche Wirtschaft befindet sich mithin in einem – wenn auch nicht allzu ausgeprägten – Abschwung.

Allem Anschein nach sind die binnenwirtschaftlichen Auftriebskräfte in Deutschland zu schwach, um die Wirkungen des sich verschlechternden außenwirtschaftlichen Umfeldes auszugleichen. Wichtigste Aufgabe der Wirtschaftspolitik ist es daher, jetzt die Wachstumskräfte zu stärken.

### Eine bessere Wachstumsperspektive für Deutschland eröffnen

Es ist schwer einzuschätzen, welchen Beitrag verschlechterte außenwirtschaftliche Rahmenbedingungen und welchen eine schwächere Binnennachfrage zu der Verlangsamung des Expansionstempos leisten. Ins Auge fällt, dass die Investitionstätigkeit in Deutschland gering ist.<sup>31</sup> Dies ist insbesondere im Zusammenhang mit dem hohen und tendenziell steigenden Überschuss in der Leistungsbilanz besorgniserregend. Mit anderen Worten: Es wird ein erheblicher und wachsender Teil der inländischen Ersparnisse im Ausland angelegt. Dies spricht dafür, dass Rahmenbedingungen für Investitionen in Deutschland ungünstig sind.<sup>32</sup>

Dass die Investitionstätigkeit der Unternehmen schwach ist, dürfte zum Teil außenwirtschaftliche Gründe haben. Der Euroraum ist nach wie vor der wichtigste Absatzmarkt, und die dort schwachen Aussichten dürften die Investitionstätigkeit dämpfen. Hoffnungen richte-

**31** Dabei ist zu beachten, dass sich die Struktur der Wirtschaft zu Gunsten des weniger kapitalintensiven Dienstleistungssektors wandelt. Zudem ist zu erwarten, dass in einer wissensbasierten Wirtschaft in abnehmendem Maße das physische Kapital entscheidend ist und in zunehmendem Maße Forschung und Entwicklung. In der Tat stellt sich der Verlauf der Investitionsquote günstiger dar, seit nach der Generalrevision der VGR die Schaffung von Geistigem Eigentum durch Forschung und Entwicklung als Investition erfasst wird.

**32** Dass der deutsche Leistungsbilanzsaldo auf ungünstige Investitionsbedingungen in Deutschland zurückgeht, wird beispielsweise diskutiert in Arbeitskreis Konjunktur des IWH (2014), Zur Wirtschaftspolitik: Strukturreformen auch in Deutschland erforderlich!, IWH Konjunktur aktuell 2(1), S. 41–54 sowie Bach et al. (2013), Wege zu einem höheren Wachstumspfad, DIW Wochenbericht 26/2013, S. 6–17.

**30** International Monetary Fund (2014), „Legacy, Clouds, Uncertainty“, World Economic Outlook Herbst 2014, Washington D.C., S. 75.

ten sich möglicherweise auch auf den russischen Markt, der wachsende Anteile der deutschen Ausfuhren aufnahm. Der russisch-ukrainische Konflikt hat diese Hoffnungen vorerst zerstört, was die Lagegunst des Investitionsstandorts Deutschland zusätzlich verschlechtert. Daneben sprechen demografische Gründe dafür, dass es vorteilhaft sein kann, Kapital im Ausland statt in Deutschland anzulegen. Zwar hat die Politik kaum Möglichkeiten, demografische Tendenzen zu beeinflussen. Das Wachstum kann sie gleichwohl stärken.

## Elemente einer wachstumsorientierten Wirtschaftspolitik

### Investitionsanreize setzen

Eine wichtige Rolle für das künftige Wachstum spielen Anreize zur Vergrößerung und Modernisierung des Kapitalstocks. In einer Volkswirtschaft, in der absehbar ist, dass das Arbeitsangebot sinken wird, liegt es nahe, zu einer kapitalintensiveren Produktionsweise überzugehen, sei es durch ein höheres Sachkapital, sei es durch Schaffung von Wissen. Nach der Mittelfristprojektion der Institute dürfte jedoch der Beitrag des Kapitalstocks zum Wachstum in den kommenden Jahren sogar geringer ausfallen als in den vergangenen fünf Jahren (Kapitel 4). Dabei hat die Politik mehrere Hebel in der Hand, um die Kapitalakkumulation zu fördern. Generell ist eine schwache Investitionstätigkeit ein Anzeichen dafür, dass die erwartete Rendite von Sachanlagen in Deutschland zu gering ist. Direkten Einfluss nehmen auf die Renditen kann die Politik durch das Steuerrecht, also die Gestaltung der Steuersätze und der steuerlichen Abschreibungsmöglichkeiten. Die Steuersätze für Unternehmen wurden mit der Unternehmenssteuerreform 2008/09 zwar deutlich gesenkt, allerdings liegt Deutschland hinsichtlich der nominellen und der effektiven Steuerbelastung nach wie vor im oberen Drittel der Industrieländer<sup>33</sup> und deutlich über der in den meisten Schwellenländern. Ein Problem stellt außerdem wohl dar, dass die Besteuerung von Unternehmen nicht finanzierungsneutral ist, d.h. eigenfinanzierte Investitionen steuerlich höher belastet werden als solche, die durch Fremdkapital finanziert werden.<sup>34</sup> Maßnahmen, die tendenziell dazu geeignet sein könnten, eine „übermäßige“ Nutzung der Fremdkapitalfinanzierung zu begrenzen (etwa mit der Zins-

schränke<sup>35</sup>), führen zudem zu einer Komplizierung des Steuerrechts. Auch hier bieten sich Möglichkeiten, das Wachstum zu stärken. Reformen der Unternehmensbesteuerung stehen derzeit aber nicht auf der politischen Agenda.

Eine Verbesserung der Bedingungen für Investitionen muss nicht unbedingt hohe fiskalische Kosten verursachen. So können Unternehmen auch durch eine Deregulierung und Verwaltungsvereinfachung entlastet werden. Deutschland liegt bezüglich der „Lasten durch staatliche Regulierung“ im Global Competitiveness Index nur auf Rang 55. Nach dem Ease of Doing Business-Bericht der Weltbank steht Deutschland bei den Kosten der Unternehmensgründung und bei dem mit der Steuerzahlung verbundenen Aufwand eher auf hinteren Rängen, wobei sich in beiden Fällen seine Position im Jahr 2014 gegenüber 2013 verschlechtert hat. Auch eine höhere Planungssicherheit im Bereich der Energieversorgung und dem Umweltrecht könnte Investitionshemmnisse beseitigen.

Große Defizite werden gegenwärtig häufig beim öffentlichen Kapitalstock gesehen. Angesichts von öffentlichen Investitionen, die unter den Abschreibungen liegen, schrumpft dieser, weshalb vielfach eine Infrastrukturlücke konstatiert wird.<sup>36</sup> Nicht übersehen werden darf allerdings, dass der Zuwachs der öffentlichen Investitionen auch deshalb geringer ausfallen kann, weil durch die Privatisierung insbesondere kommunaler Dienstleistungen viele früher öffentliche Investitionen nun als private behandelt werden. Zudem gibt es Regionen, in denen aufgrund des demografischen Wandels eher ein Rückbau als ein Ausbau der Infrastruktur auf der Agenda stehen sollte. Schließlich wird die Qualität der Infrastruktur im internationalen Vergleich immer noch als gut eingeschätzt.<sup>37</sup> Vor diesem Hintergrund wäre es verfehlt, ein breit angelegtes öffentliches Investitionsprogramm aufzulegen. Vielmehr sollten In-

<sup>35</sup> International tätige Unternehmen haben einen Anreiz den in Ländern mit höherem Steuersatz versteuerten Gewinn möglichst niedrig auszuweisen. Dies kann dadurch erreicht werden, dass die Fremdkapitalfinanzierung in diesen Ländern höher ist als sonst – in Niedrigsteuerländern hingegen geringer. Um „inländisches Steuersubstrat“ zu sichern wurde daher im Rahmen der Unternehmensteuerreform 2008 der Abzug von Zinsausgaben bei der steuerlichen Gewinnermittlung durch die so genannte Zinsschranke begrenzt.

<sup>36</sup> Vgl. Kunert, U., Link, H. (2013), Verkehrsinfrastruktur: Substanzerhaltung erfordert deutlich höhere Investitionen, DIW Wochenbericht 26/2013, S. 32–38, sowie Kommission zur „Zukunft der Verkehrsinfrastrukturfinanzierung“ (2012), Abschlussbericht vom Dezember 2012.

<sup>37</sup> So steht Deutschland im aktuellen Global Competitiveness Index hinsichtlich der Qualität der Infrastruktur auf Rang 7 unter den betrachteten 148 Volkswirtschaften. Dabei liegt Deutschland bei allen Kategorien der Verkehrsinfrastruktur im oberen Bereich. Nach dem jüngsten World Economic Outlook des IWF, der die Ergebnisse des Global Competitiveness Report an längerer Perspektive betrachtet, liegt Deutschland hinsichtlich der Qualität der Infrastruktur unter den G7 Ländern zwar immer noch mit an der Spitze, ist aber in den vergangenen Jahren hinter Frankreich zurückgefallen. (IMF 2014, a. a. O., S. 18)

<sup>33</sup> Zur nominellen Unternehmenssteuerbelastung vgl. Bundesministerium der Finanzen (2014), Die wichtigsten Steuern im internationalen Vergleich 2013. Zu einer Einschätzung der effektiven Steuerbelastung vgl. Brügelmann, R. (2014), Unternehmensbesteuerung im Gefolge der Finanzmarktkrise. IW-Trends 2/2014. Allerdings sind internationale Vergleiche mit erheblichen Problemen behaftet; insbesondere die Möglichkeiten für internationale Konzerne, Steuerbelastungen auszuweichen, sind nur schwer abzuschätzen.

<sup>34</sup> Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2012), Stabile Architektur für Europa – Handlungsbedarf im Inland. Jahresgutachten 2012/2013. Wiesbaden. Textziffern 385 bis 425.

frastrukturprojekte einer ökonomischen Analyse und Effizienzkontrolle unterzogen werden. Aktuelle Rechnungen des Internationalen Währungsfonds zeigen, dass in Industrieländern die Effizienz der Mittelverwendung im Staatssektor einen wesentlichen Einfluss auf die Wachstumseffekte von staatlichen Infrastrukturinvestitionen hat.<sup>38</sup>

### Beschäftigungshemmnisse abbauen

Das Arbeitsvolumen leistet gegenwärtig – anders als noch vor zehn Jahren – einen positiven Beitrag zum Wirtschaftswachstum. Zwar ist die Zahl der Inländer im erwerbsfähigen Alter aus demografischen Gründen rückläufig. Dies wird jedoch derzeit durch eine hohe Zuwanderung ausgeglichen. Zudem gehen die pro Arbeitnehmer geleisteten Arbeitsstunden im Durchschnitt verlangsamt zurück. Hinsichtlich der künftigen Entwicklung des Arbeitskräfteangebots verfügt die Politik über einen beachtlichen Gestaltungsspielraum.<sup>39</sup> Ein Ansatzpunkt hierbei ist eine Erhöhung der Erwerbsquote, etwa durch eine Verlängerung der Lebensarbeitszeit. Diese ist mit dem Übergang zur Rente mit 67 zwar bereits eingeleitet und zeigt auch erste Erfolge. So hat sich die Erwerbsquote der 60- bis 64-Jährigen zwischen 2002 und 2012 von 25 Prozent auf fast 50 Prozent verdoppelt; dies zeigt, dass sich die Erwerbsmöglichkeiten für Ältere verbessern. Jedoch wurde mit der Einführung der abschlagsfreien Rente ab 63 dieser Kurs aufgeweicht. Die Einführung eines gesetzlichen flächendeckenden und einheitlichen Mindestlohns dürfte die strukturelle Arbeitslosigkeit erhöhen, da sie Personen vom Arbeitsmarkt ausschließt, deren Produktivität unterhalb des Mindestlohns liegt.<sup>40</sup> Außerdem verteuert der Mindestlohn den Produktionsfaktor Arbeit, und dies insbesondere in Regionen, in denen die Arbeitslosigkeit ohnehin hoch ist.<sup>41</sup>

**38** Die Effizienz öffentlicher Investitionen wird dabei anhand von Ergebnissen des Global Competitiveness Reports gemessen. Bei den entsprechenden Indikatoren liegt Deutschland zwar überwiegend im oberen Viertel der betrachteten 148 Länder, gehört jedoch nie zu den führenden Ländern. Vgl. IMF (2014), a. a. O., S. 82-85.

**39** So kommt die Kommission „Zukunft der Arbeit“ der Robert Bosch Stiftung zu einer Zahl von Erwerbspersonen, die im Jahr 2030 um bis zu 7 Millionen über der Status-Quo-Variante liegen kann, je nach Annahme über Renten- und Erwerbseintrittsalter, Zuwanderung, Erwerbsbeteiligung von Frauen und Älteren. Kommission „Zukunft der Arbeit“ (2013), Die Zukunft der Arbeitswelt, Auf dem Weg ins Jahr 2030, Stuttgart, Robert Bosch Stiftung. Zu ähnlichen Ergebnissen kommt der Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2011), Herausforderungen des demografischen Wandels, Expertise im Auftrag der Bundesregierung, Wiesbaden.

**40** Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2014), a. a. O., S. 55.

**41** Die Effekte des flächendeckenden Mindestlohns für Ostdeutschland sind dargestellt in Brauttsch, H.-U. et al. (2014), Ostdeutsche Wirtschaft: Kräftige Wirtschaft im Jahr 2014, Rückstand gegenüber Westdeutschland verringert sich aber kaum mehr, IWH Konjunktur aktuell 2(3), S. 119-157.

Verteuernd auf den Arbeitseinsatz wirken auch die Rentengeschenke der Bundesregierung. Durch sie unterblieb in diesem Jahr nicht nur eine ansonsten mögliche Senkung des Rentenbeitrags, sondern die Rentenerhöhung im kommenden Jahr wird auch geringer ausfallen. Außerdem dürften die Beitragssätze künftig, wenn sie aus demografischen Gründen ohnehin steigen werden, noch höher liegen als ohne die Rentengeschenke. Zudem wirkt die kalte Progression, da sie die steuerliche Belastung insbesondere kleiner und mittlerer Einkommen erhöht, negativ auf den Arbeitsanreiz.

Dass bei einem aus demografischen Gründen sinkenden Arbeitsangebot der Verbesserung der Qualität des Produktionsfaktors Arbeit eine wichtige Rolle zukommt, sollte selbstverständlich sein. Dies spricht für Mehrausgaben im Bildungsbereich. Aber auch hier gilt – ähnlich wie bei öffentlichen Investitionen –, dass generell höhere staatliche Bildungsausgaben für sich genommen noch keine besseren Qualifikationen erbringen. Deshalb sollten auch im Bildungsbereich die Mittel effizient eingesetzt werden. Hohe Renditen wirft beispielsweise die frühkindliche Erziehung ab, zumal eine gute Infrastruktur für die Betreuung von Kindern auch dadurch positiv auf das Arbeitsangebot wirkt, dass sie die Vereinbarkeit von Familie und Beruf verbessert.<sup>42</sup>

Alles in allem bieten sich reichliche Möglichkeiten, positiv auf das Wachstum des deutschen Produktionspotenzials einzuwirken. Gegenwärtig ist dieses aber unterausgelastet. Nach der Schätzung der Institute beträgt die negative Produktionslücke 0,3 Prozent in den Jahren 2014 und 2015. Im Euroraum sind die Kapazitäten weitaus schwächer ausgelastet als in Deutschland; die negative Produktionslücke beträgt hier etwa drei Prozent. Die EZB hat ihren Leitzins zwar auf nahe Null gesenkt und weitere quantitative Maßnahmen angekündigt. Auch sind die Kapitalmarktzinsen und damit die Finanzierungskosten historisch niedrig. Dennoch gleicht dies die schwache Nachfrage aus dem Ausland nicht aus. Einer expansiveren Ausrichtung der Geldpolitik der EZB sind aber Grenzen gesetzt, weil der Ankauf von Staatspapieren in einer Währungsunion von Ländern mit unabhängiger Finanzpolitik problematisch ist und der Ankauf von Unternehmensanleihen aufgrund der eher bankbasierten Finanzierung der Unternehmen in Europa geringere Wirkungen entfaltet als etwa in den USA. Die jüngst beschlossenen Maßnahmen der EZB dürften vor diesem Hintergrund nach Einschätzung der Institute kaum realwirtschaftliche Wirkungen entfalten.<sup>43</sup>

**42** Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2014), a. a. O., S. 74.

**43** Vgl. dazu den Abschnitt „Zur Geldpolitik“.

An sich wäre in dieser Situation eine expansivere Ausrichtung der Finanzpolitik im Euroraum angebracht. In den meisten Ländern sind dem aber aufgrund der hohen staatlichen Schuldenstände enge Grenzen gesetzt. Würden die Staatsausgaben dort wieder beschleunigt steigen, könnten Anleger die Tragbarkeit der öffentlichen Schulden negativ beurteilen und die Risikoaufschläge auf die Zinsen von Staatstiteln wieder zunehmen. Dies würde auf das gesamte Zinsniveau ausstrahlen und die Wirkungen einer expansiveren Finanzpolitik konterkarieren.

Anders stellt sich die Situation in Deutschland dar. Hier weist der Staatshaushalt einen strukturellen Überschuss auf, und ein ausgeglichener Bundeshaushalt scheint ein Prestigeobjekt der Bundesregierung zu sein. Offenbar will sie damit Signale aussenden an den übrigen Euroraum, aber auch an jene Bundesländer, die noch hohe strukturelle Defizite aufweisen. Im Grunde sind eine sparsame Haushaltsführung und die Vermeidung von Haushaltsfehlbeträgen zu begrüßen. Der Bund selbst darf aber gemäß der Schuldenbremse ein Defizit im Haushalt aufweisen, erst recht bei unterausgelasteten Kapazitäten. Insofern besteht durchaus budgetärer Spielraum für wachstumsfördernde Maßnahmen. Aufgrund der bekannten Probleme staatlicher Ausgabenprogramme (nicht zielgerecht, nicht befristet, nicht rechtzeitig) wäre ein Konjunkturprogramm aber fehl am Platze.

In der Vergangenheit wurde von den Instituten immer wieder ein Abbau der kalten Progression gefordert. Dieser wäre kein Steuergeschenk, sondern aus grundsätzlichen Überlegungen geboten, da so rein inflationsbedingte Mehrbelastungen der Steuerzahler vermieden würden und dem Prinzip der Leistungsfähigkeit mehr Geltung verschafft würde. Dort, wo Defizite in der öffentlichen Infrastruktur ein Wachstumshemmnis darstellen, würde deren rasche Behebung die Wachstumskräfte mehr stärken als eine Bereitstellung von Mitteln nach Kassenlage. Es ist nämlich schwer nachvollziehbar, warum Mittel zur Erhaltung der Verkehrsinfrastruktur erst allmählich im Lauf der Legislaturperiode gesteigert werden sollen.

## Zur Geldpolitik

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat in den vergangenen Monaten eine Reihe neuer Maßnahmen beschlossen, mit denen sie eine weitere geldpolitische Lockerung erreichen und die Transmission ihrer Geldpolitik über das Bankensystem verbessern will. Das Maßnahmenpaket umfasst eine weitere Senkung der Leitzinsen, die Durchführung neuer, an die Kreditvergabe der Banken gekoppelter Refinanzierungsgeschäfte mit einer Laufzeit von bis zu vier Jahren, sowie die Ankündigung neuer Ankaufprogramme für private Wertpapiere.

## Geringer Preisdruck, aber weiterhin verankerte mittelfristige Inflationserwartungen

Ausschlaggebend für die Entscheidung, die Geldpolitik weiter zu lockern, war der bis zuletzt kontinuierliche Rückgang der Inflationsraten im Euroraum. Während der Preisauftrieb Ende des Jahres 2011 noch bei fast 3 Prozent lag, sank die Inflationsrate auf nur noch 0,3 Prozent im September dieses Jahres und lag damit deutlich unterhalb der mittelfristigen Zielrate der EZB von unter, aber nahe 2 Prozent. Zum einen ist dieser Rückgang den anhaltend unterausgelasteten Produktionskapazitäten im Euroraum geschuldet. Nach Schätzung der Institute ist die Produktionslücke seit nunmehr sechs Jahren negativ und dürfte aktuell bei unter -3 Prozent liegen. Zum anderen trugen sinkende Energie- und Nahrungsmittelpreise zu dieser Entwicklung bei. Die Kerninflationsrate (Gesamtinflationsrate ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel) liegt mit zuletzt 0,8 Prozent ebenfalls deutlich unterhalb der Zielmarke.

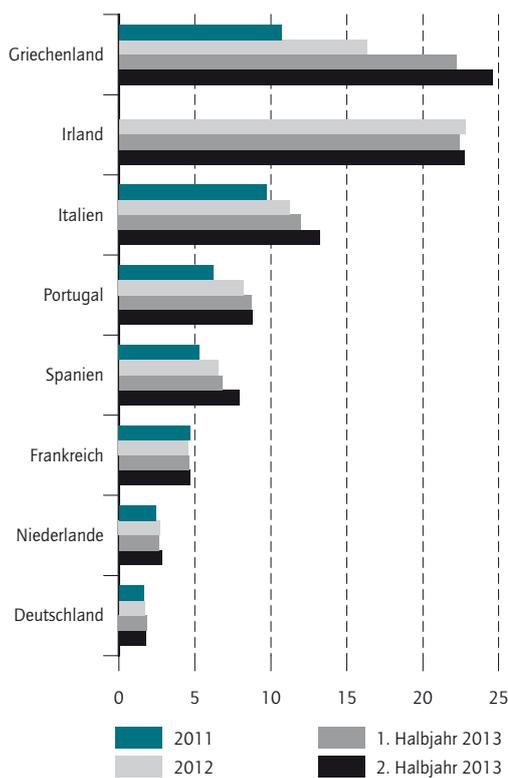
Auch in den kommenden Jahren dürfte die Inflation im Euroraum aufgrund der nur sehr zögerlichen konjunkturellen Erholung unter der mittelfristigen Zielrate der EZB liegen. Die Institute schätzen den Preisanstieg auf 0,5 Prozent in diesem und auf 0,7 Prozent im nächsten Jahr (Kasten 2.1). Zu einem ähnlichen Ergebnis kommen die Teilnehmer des *Survey of Professional Forecasters* (SPF), die in der Umfrage vom Juli 2014 für das laufende Jahr im Durchschnitt eine Inflationsrate von 0,7 Prozent prognostizierten. Für 2015 bzw. 2016 beträgt die durchschnittliche erwartete Inflationsrate 1,2 bzw. 1,5 Prozent. Auch die kurzfristigen, aus inflationsindexierten Swaps abgeleiteten Markterwartungen liegen mit rund 0,5 Prozent in einem bzw. 0,8 Prozent in zwei Jahren deutlich unter der mittelfristigen Zielrate der EZB.

Lang anhaltende Abweichungen der tatsächlichen Inflationsrate vom mittelfristigen Inflationsziel bergen die Gefahr, dass das Vertrauen in die Fähigkeit einer Notenbank verloren geht, ihr Preisstabilitätsziel mittelfristig zu erreichen. Ein Maß für dieses Vertrauen sind die mittelfristigen Inflationserwartungen. Für das Jahr 2019 erwarten die Teilnehmer des SPF im Durchschnitt Preissteigerungsraten in Höhe von 1,9 Prozent. Ein ähnliches Bild ergibt sich auch aus den Markterwartungen. Zwar sind sie für das Jahr 2019 zuletzt leicht gefallen; mit etwa 1,7 Prozent liegen sie aber noch knapp in einem Bereich, der mit dem Preisstabilitätsziel der EZB als vereinbar gilt. Somit scheinen die mittelfristigen Inflationserwartungen weiterhin am Inflationsziel der EZB verankert zu sein. Allerdings nahm in den vergangenen Jahren die Unsicherheit über die zukünftige Preisentwicklung zu. Darauf weist sowohl die durchschnittliche Abweichung der umfragebasierten fünf-

Abbildung 20

**Ausfallgefährdete Kredite in den Bilanzen der Banken**

In Prozent sämtlicher Kreditinstrumente, Darlehen und Vorschüsse



Quellen: Europäische Kommission; Eurostat.

© GD Herbst 2014

jährigen Inflationserwartungen von ihrem annähernd konstanten Mittelwert, als auch ihre zunehmend schiefe Verteilung hin. Während zwischen 2008 und 2012 der Anteil der Umfrageteilnehmer, die in fünf Jahren eine Inflationsrate über 2,4 Prozent bzw. unter 1,5 Prozent erwarten, gleichmäßig von etwa 13 auf 22 Prozent stieg, ging der Anteil hoher Inflationserwartungen seither wieder auf 17 Prozent zurück. Der Anteil niedriger Inflationserwartungen nahm dagegen weiter auf 29 Prozent zu. Die Umfrageteilnehmer messen somit niedrigen Inflationsraten in der mittleren Frist eine größere Wahrscheinlichkeit bei als höheren.

Alles in allem erscheint die Gefahr einer deflationären Spirale mit sinkenden mittelfristigen Inflationserwartungen und sinkender Nachfrage im Euroraum insgesamt derzeit recht gering. Sowohl die nur wenig rückläufige Kerninflation als auch die Erwartungen der Umfrageteilnehmer deuten darauf hin, dass die tatsächliche Inflationsrate im Zuge der erwarteten konjunktu-

rellen Erholung steigen dürfte, wenngleich die Annäherung der Preissteigerung an die mittelfristige Zielinflation der EZB aufgrund der nur zögerlichen konjunkturellen Belebung wohl erheblich länger dauern wird als in früheren Erholungsphasen.

**Kredit- und Interbankenmarktfragmentierung immer noch hoch**

Die gestörte Transmission der geldpolitischen Maßnahmen der EZB zeigt sich vor allem an der Kreditentwicklung. Im Euroraum insgesamt sind die Buchkredite an den privaten Sektor seit dem Jahr 2012 rückläufig. Die Ergebnisse des Bank Lending Survey der EZB deuten darauf hin, dass ein Teil dieses Rückgangs auf eine schwache Kreditnachfrage der Unternehmen und Haushalte zurückzuführen ist. Den größten Beitrag zu diesem Rückgang leisteten die Unternehmenskredite der Banken in den Krisenländern (Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien) (vgl. Abbildung 6). Zwar hat die Schrumpfungsrates in den vergangenen zwölf Monaten abgenommen; sie lag aber zuletzt immer noch bei 3,5 Prozent (Sechsmonatsrate). In den Nicht-Krisenländern ist der Rückgang der Unternehmenskredite dagegen zum Stillstand gekommen. Seit Jahresbeginn kann gar wieder ein leichter Anstieg verzeichnet werden.

Gegen eine rein nachfrageseitige Erklärung der schwachen Kreditvergabe spricht jedoch die unterschiedliche Entwicklung der Kreditzinsen. In den Nicht-Krisenländern sind die Zinsen für Neukredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften historisch niedrig und sanken seit dem Frühjahr um 50 Basispunkte auf zuletzt durchschnittlich 1,6 Prozent. Zwar gaben auch in den Krisenländern die Kreditzinsen in den letzten Monaten etwas nach; allerdings liegen sie seit gut zwei Jahren durchschnittlich etwa 150 Basispunkte höher als in den Nicht-Krisenländern. Dies ist insofern bemerkenswert, als die vergleichsweise geringe Kreditnachfrage in den Krisenländern für sich genommen zu niedrigeren Kreditzinsen führen sollte. Auch die jüngste Entwicklung der Refinanzierungskosten der Banken in den Krisenländern hätte für sich genommen zu einem deutlich stärkeren Rückgang der Kreditzinsen führen müssen. So sind die Renditen auf Staatsanleihen der Krisenländer und mit ihnen die Verzinsung von Bankanleihen in den vergangenen zwei Jahren um etwa 500 Basispunkte gesunken. Zudem senkte die EZB im selben Zeitraum den Hauptrefinanzierungssatz um annähernd einen Prozentpunkt.

Vieles spricht dafür, dass kreditangebotsseitige Faktoren eine wesentliche Rolle für die relativ hohen Kreditzinsen und die schwache Kreditentwicklung in den Krisenländern spielen. Zum einen sind konjunkturell bedingt die Kreditrisiken in den Krisenländern vergleichswei-

se hoch, so dass die Banken höhere Risikoprämien verlangen dürften. Zum anderen dürften sich der anhaltende Entschuldungsprozess und die damit einhergehende Schrumpfung der Bilanzen der Geschäftsbanken dämpfend auf das Kreditangebot ausgewirkt haben. Die Bilanzen der Banken in den Krisenländern sind nach wie vor in erheblichem Umfang durch ausfallgefährdete Kredite belastet. Im zweiten Halbjahr 2013 erhöhte sich der Anteil im Vergleich zum vorherigen Halbjahr sogar nochmals deutlich. So stieg der Anteil ausfallgefährdeter Kredite in Griechenland um 2 Prozentpunkte auf 25 Prozent. In Italien und Spanien erhöhte sich ihr Anteil auf 13 bzw. 8 Prozent (Abbildung 20).

Die hohen Risiken in den Bilanzen der Banken in den Krisenländern scheinen auch deren Refinanzierungsmöglichkeiten über den Geldmarkt weiter zu beeinträchtigen. Hierauf deutet ihre weiterhin hohe Inanspruchnahme der Refinanzierungsgeschäfte bei der Notenbank hin. Zwar ging diese seit April um rund 87 Milliarden Euro zurück, liegt aber mit rund 444 Milliarden Euro im August immer noch deutlich höher als vor Beginn der Krise. Banken in den Nicht-Krisenländern nahmen die Notenbankrefinanzierung dagegen zuletzt nur in Höhe von rund 53 Milliarden Euro in Anspruch (Abbildung 21).

Ein zusätzliches Indiz für eine weiterhin bestehende Fragmentierung des Bankensektors im Euroraum ist die Verzinsung am Interbankenmarkt. Die Banken der Krisenländer nehmen weiterhin in erheblichem Umfang Zentralbankrefinanzierung in Anspruch, obwohl inzwischen die Refinanzierungskosten am Interbankenmarkt günstiger sind als die bei der Zentralbank. Entsprechend die Verzinsung für Tagesgeld im April noch in etwa derjenigen für Hauptrefinanzierungsgeschäfte, so sank der Tagesgeldmarktsatz im Zuge der Leitzinssenkung deutlich stärker als der Hauptrefinanzierungssatz.

### Zum jüngsten Maßnahmenpaket der EZB

#### Zinssenkung und negativer Einlagesatz

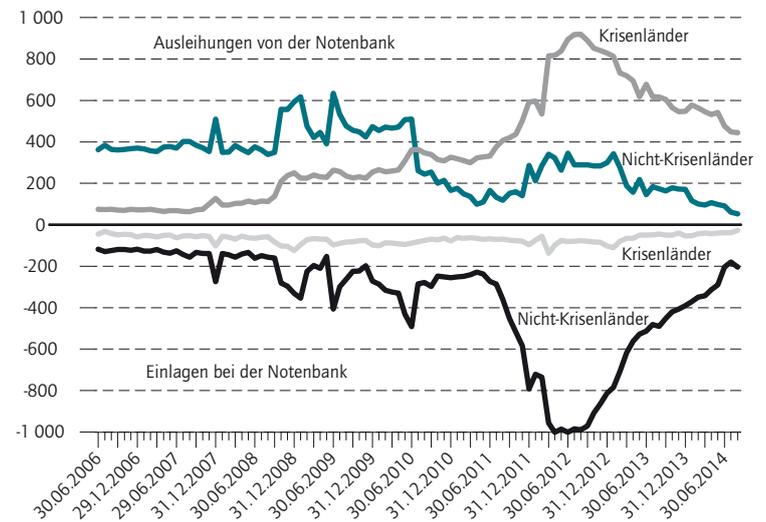
Um ihren geldpolitischen Kurs weiter zu lockern, senkte die EZB ihre Leitzinsen im Juni und September in zwei Schritten. Dabei wurden der Hauptrefinanzierungssatz und der Einlagesatz insgesamt um jeweils 20 Basispunkte auf 0,05 beziehungsweise -0,2 Prozent, sowie der Spitzenrefinanzierungssatz um 45 Basispunkte auf 0,3 Prozent reduziert. In Folge der Zinssenkung gingen auch die Geldmarktsätze für besicherte (Eurepo) und unbesicherte (Euribor) Ausleihungen leicht zurück.

Bei einem negativen Einlagesatz müssen Banken nun erstmals einen Zins für Zentralbankguthaben, die über die Mindestreserve hinausgehen, bezahlen. Solange die

Abbildung 21

### Inanspruchnahme der Refinanzierungsgeschäfte und Einlagen beim Eurosystem

In Milliarden Euro



Quellen: EZB; nationale Zentralbanken; Thomson Reuters Datastream; Berechnungen der Institute.

© GD Herbst 2014

Kosten der Haltung von Überschussreserven die der physischen Bargeldhaltung übersteigen, sollte ein negativer Einlagesatz zunächst keine Auswirkungen auf das Halten von Überschussliquidität bzw. die Aktivität am Interbankenmarkt haben. Relevant ist vielmehr die Differenz zwischen Geldmarkt- und Einlagesatz, die ein Maß für die Opportunitätskosten des Haltens von Zentralbankreserven darstellt. Vor der Zinssenkung im Mai lag die Differenz zwischen Geldmarkt- und Einlagesatz bei rund 26 Basispunkten; derzeit beträgt sie durchschnittlich nur noch rund 13 Basispunkte. Demnach hat sich seit der Zinssenkung der Anreiz für Banken verringert, überschüssige Liquidität auf dem Interbankenmarkt anzubieten. Ein Grund für den vergleichsweise starken Rückgang der Geldmarktzinsen dürfte die gleichzeitige Entscheidung der EZB gewesen sein, die Absorption der Liquidität, die sie durch die Anleihekäufe im Rahmen des SMP-Programms geschaffen hatte, zu beenden. Dadurch stieg die Überschussliquidität im Interbankenmarkt und die Geldmarktzinsen sanken unter den Hauptrefinanzierungssatz der EZB.

#### Neue längerfristige Refinanzierungsgeschäfte

Darüber hinaus entschied die EZB im Juni, mit sogenannten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (Targeted Long-term Refinancing Operations, kurz TLTRO) die Kreditversorgung des privaten Sektors zu verbessern. Durch die Maßnahme soll Banken die Re-

finanzierung zu einem günstigen und vorab festgelegten Zins über einen längeren Zeitraum angeboten und so die Unsicherheit über die Kosten und die Bereitstellung von Liquidität gesenkt werden. Zwischen September 2014 und Juni 2016 können Banken hierzu in acht Operationen längerfristige Zentralbankkredite bis zur Höhe individuell bestimmter Obergrenzen aufnehmen. Diese Obergrenzen bemessen sich am Volumen (der im April 2014) ausstehenden Kredite und der Nettokreditvergabe an nicht-finanzielle Unternehmen und private Haushalte, wobei Immobilienkredite nicht in die Berechnungsgrundlagen einfließen. Die Laufzeit sämtlicher TLTRO-Kredite endet im September 2018. Allerdings müssen teilnehmende Banken, deren Nettokreditvergabe bis April 2016 nicht über eine bestimmte Schwelle hinaus steigt, die TLTRO-Kredite bereits im September 2016 zurückbezahlen. Der Zinssatz für TLTRO-Gelder entspricht dem zum Zeitpunkt der jeweiligen Operation geltenden Hauptrefinanzierungssatz zuzüglich eines Aufschlags in Höhe von 10 Basispunkten.

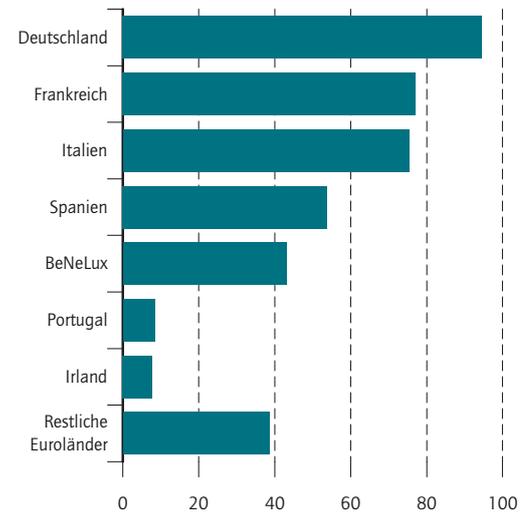
Die Bindung der TLTRO-Kredite an die Kreditvergabe der Banken an Unternehmen und Haushalte soll helfen, das Kreditangebot und damit die Konjunktur zu stimulieren. Allerdings ist es fraglich, ob die TLTRO-Kredite diesem Ziel gerecht werden. Zum einen ist die Verfügbarkeit von Liquidität nur eine von mehreren Determinanten des Kreditangebots. Andere Faktoren, wie zum Beispiel ausreichendes Eigenkapital, ausfallgefährdete Bestandskredite oder die Bonität der Kreditnehmer spielen ebenfalls eine wichtige Rolle, sind aber dem Einfluss geldpolitischer Maßnahmen weitgehend entzogen. Darüber hinaus scheint der Zugang zu Liquidität aktuell kein Problem im Euroraum darzustellen; so bezahlten Banken bspw. einen nicht unerheblichen Teil der Gelder aus den dreijährigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäften bereits vorzeitig zurück. Zum anderen stehen insbesondere Banken aus den Nicht-Krisenländern erhebliche Anteile der verfügbaren Liquidität aus den TLTRO-Krediten zu (Abbildung 22). Gerade in diesen Ländern stellen Kredit- und Liquiditätsbeschränkungen jedoch gegenwärtig kein Problem dar. Darüber hinaus ist nicht klar, wie die Regeln der TLTRO-Kredite verhindern sollen, dass Banken die entsprechenden Gelder auch für andere Zwecke als die Kreditvergabe an den privaten Sektor verwenden. So könnten Banken die Gelder zum Erwerb höher verzinsten Staatsanleihen nutzen, wie sie es bereits bei den dreijährigen längerfristigen Refinanzierungsgeschäften getan haben. Dies lohnt sich auch dann, wenn die Gelder frühzeitig, also im September 2016, wieder zurückzuzahlen sind.

Der Anlauf des Programms war in der Tat verhalten. Entsprechend den Regeln der TLTRO-Kredite können Banken im Euroraum im September und Dezember 2014 bis zu rund 400 Milliarden Euro zusätzliche Li-

Abbildung 22

**Maximale Ausleihungen in den TLTROs im September und Dezember 2014**

In Milliarden Euro



Quelle: EZB.

© GD Herbst 2014

quidität aufnehmen. Nachgefragt wurden im September aber lediglich rund 83 Milliarden Euro. Ein Grund für die Zurückhaltung war sicherlich die Tatsache, dass die Zinskosten der TLTRO-Kredite um 10 Basispunkte über denen eines Hauptrefinanzierungsgeschäfts liegen. Banken könnten deshalb beim ersten TLTRO-Tender abwartend reagiert haben und sich vorübergehend Liquidität im Rahmen der günstigeren Hauptrefinanzierungsgeschäfte beschafft haben, da die verfügbaren Mittel auch noch im Dezember aufgenommen werden können.

**Neue Ankaufprogramme für Wertpapiere des privaten Sektors**

Der Entschluss der EZB mit der größten Tragweite dürften wohl die Wertpapierankaufprogramme für Pfandbriefe (Covered Bonds) und Kreditverbriefungen (Asset-Backed Securities, ABS, und Residential Mortgage-Backed Securities, RMBS) gewesen sein. Ziel der Programme, die frühestens ab Oktober für mindestens zwei Jahre durchgeführt werden, ist es, die Funktionsfähigkeit der entsprechenden Märkte zu verbessern und die Kreditvergabe der Banken zu stimulieren. Zum einen stellen diese Wertpapiere nach Ansicht der EZB ein wichtiges Instrument zur Refinanzierung von Krediten an Unternehmen und Haushalte dar. Die Verbesserung der Marktaktivität könnte sich somit positiv

auf die Übertragung geldpolitischer Maßnahmen an die Realwirtschaft auswirken. Zum anderen erlauben insbesondere Verbriefungen, Kreditrisiken zu bündeln und aus der Bankenbilanz auszulagern. Durch den Verkauf der Kreditverbriefungen wird Eigenkapital freigesetzt, das Banken zur Hinterlegung neuer Kredite verwenden können. Schließlich dürfte die EZB durch die Wertpapierankäufe versuchen, die Renditen auf den jeweiligen Märkten zu reduzieren und somit die Refinanzierungskosten der Banken zu senken.

Im Hinblick auf die Wirkung des neuen Pfandbriefankaufprogramms erscheint es allerdings fraglich, ob überhaupt größere Volumina erworben werden können. Im Oktober 2012 hatte die EZB ihr zweites Pfandbriefankaufprogramm bereits 11 Monate nach seinem Start bei einem Volumen von rund 16 Milliarden Euro beendet. Laut Angaben der EZB war unter anderem das Angebot an zentralbankfähigen Pfandbriefen zu stark gesunken, so dass die ursprünglich geplanten Käufe in Höhe von 40 Milliarden Euro nicht mehr durchgeführt werden konnten.<sup>44</sup>

Zur Einschätzung der Wirkung des Ankaufprogramms für Kreditverbriefungen fehlen die Erfahrungswerte. Da der Effekt der Wertpapierankäufe auf die Markttrenditen im Wesentlichen von der Höhe der Käufe abhängt, ist eine Belebung des Marktes eine notwendige Voraussetzung für den Erfolg des Programms. Deshalb hat die EZB beschlossen, auch neu emittierte Wertpapiere zu erwerben. Bislang sind die für Ankäufe zur Verfügung stehenden Volumina eher gering: Im ersten Quartal 2014 waren im Euroraum lediglich rund 150 Milliarden Euro an ABS und 600 Milliarden Euro an RMBS im Umlauf; allerdings dürfte nur ein Teil dieser Wertpapiere den Risikokontrollanforderungen der EZB genügen und tatsächlich gekauft werden. Zudem ist die Bonität dieser Papiere in den einzelnen Ländern keineswegs gleichmäßig verteilt. So ist ein Großteil der Papiere in den Krisenländern von deutlich schlechterer Bonität als in den stabileren Ländern. Auch die stimulierende Wirkung des Ankaufprogramms für Kreditverbriefungen auf die Kreditvergabe der Banken dürfte im Wesentlichen von der von der EZB akzeptierten Bonität der Wertpapiere abhängen. So lange nur Tranchen der forderungsbesicherten Wertpapiere mit höchster Bonität an die EZB verkauft werden können, dürfte der Umfang des dabei freigesetzten Eigenkapitals eher gering sein.

Da der Erfolg des Programms maßgeblich vom Risiko der Wertpapiere abhängt, das die EZB bereit ist zu akzeptieren, könnte der Anreiz bestehen, auch riskantere Wertpapier-Tranchen anzukaufen. Zwar betonte die EZB unmittelbar nach der Ankündigung des Programms

im September fortwährend, dass sie ausschließlich Tranchen höchster Bonität (sog. Senior-Tranchen) erwerben wolle und dass Tranchen höheren Risikos (sog. Mezzanine-Tranchen) nur dann angekauft würden, wenn das entsprechende Ausfallrisiko durch die Regierungen der emittierenden Banken übernommen werde.<sup>45</sup> In der Anfang Oktober vorgenommenen Konkretisierung für ABS-Käufe orientierte sich die EZB dann auch weitgehend an ihrem bestehenden Regelwerk zur Besicherung von Refinanzierungsgeschäften. So müssen Senior-Tranchen ein Mindestrating von BBB- aufweisen. Allerdings entschied die EZB darüber hinaus, dass diese Anforderung für griechische und zyprische Wertpapiere nicht gilt, und dass hier – anders als bei der Besicherung von Refinanzierungsgeschäften – keine Ausfallgarantie des jeweiligen Staates notwendig ist.

Die Institute bewerten eine solche Politik der EZB kritisch. Eine Altlastenbereinigung der Bankbilanzen durch die Geldpolitik konterkariert die Bestrebungen im Zusammenhang mit der Bildung einer Bankenunion, dass Eigentümer und Gläubiger im Krisenfall die Verluste tragen sollen. Das Signal, dass die EZB notfalls auch die Kreditrisiken von Banken übernimmt, dürfte auf lange Sicht den Anreiz der Banken zu noch riskanteren Finanzgeschäften (den sog. Moral Hazard) verstärken und somit dem Ziel eines stabileren Finanzsystems entgegenwirken.

## Fazit

Die schleppende konjunkturelle Entwicklung, die bis zuletzt gesunkenen Inflationsraten, die weiterhin rückläufige Kreditvergabe, sowie die hohen Kreditzinsen in den Krisenländern stellen die Geldpolitik derzeit vor große Herausforderungen. Eines der Hauptprobleme der einheitlichen Geldpolitik ist die immer noch gestörte Weitergabe der zinspolitischen Entscheidungen durch die Banken, insbesondere in den Krisenländern. Die jüngsten quantitativen Maßnahmen der EZB dürften zur Beseitigung dieser Probleme nur wenig beitragen und den Expansionsgrad der Geldpolitik nur geringfügig erhöht haben. Wie schon bei früheren Entscheidungen der EZB (wie etwa den Dreijahrestendern oder dem OMT) scheinen zwar die Finanzmärkte auf die Entscheidungen der EZB reagiert zu haben. So sanken die Markterwartungen hinsichtlich der Geldmarktzinsen (Euribor-Futures) in drei Jahren von über einem Prozent im April auf zuletzt 0,3 Prozent. Auch die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen gaben im Jahresverlauf kontinuierlich nach. Ein deutlicher Rückgang der Kreditzinsen und eine Ausweitung der Kreditvergabe insbesondere in den Krisenländern blieben bislang aber

<sup>44</sup> Vgl. Pressemitteilung der Europäischen Zentralbank vom 31. Oktober 2012.

<sup>45</sup> Vgl. z.B. Rede von Mario Draghi vor dem Ausschuss des Europäischen Parlaments für Wirtschaft und Währung am 22. September 2014.

Tabelle 20

**Produktionspotenzial, Bruttoinlandsprodukt, Produktionslücke, Strukturkomponente des Finanzierungssaldos des Staates<sup>1</sup>**

	Produktionspotenzial	Bruttoinlandsprodukt	Produktionslücke	Finanzierungssaldo Strukturkomponente
	Milliarden Euro			In Prozent
2000	2 081	2 114	32	-2,3
2001	2 142	2 177	34	-4,0
2002	2 202	2 206	5	-4,0
2003	2 254	2 217	-36	-3,2
2004	2 303	2 268	-35	-2,8
2005	2 343	2 298	-45	-2,2
2006	2 379	2 390	11	-1,8
2007	2 452	2 510	59	-1,0
2008	2 503	2 558	55	-1,3
2009	2 568	2 457	-111	-0,6
2010	2 610	2 576	-33	-3,5
2011	2 666	2 699	33	-1,5
2012	2 735	2 750	15	-0,2
2013	2 822	2 809	-12	0,5
2014	2 907	2 898	-9	0,4
2015	2 990	2 982	-8	0,3

<sup>1</sup> In nominaler Rechnung.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute.

© GD Herbst 2014

aus. Auch die schwache Entwicklung der Geldmenge M<sub>3</sub>, die in den Krisenländern im Vorjahresvergleich zuletzt nur mit 0,5 Prozent zulegte, deutet darauf hin, dass die Maßnahmen der vergangenen Monate kaum expansive Wirkung entfalten.

Auch für Deutschland dürfte die Geldpolitik vor dem Hintergrund der derzeitigen Stagnation kaum noch stimulierend wirken. Aus heutiger Sicht war die europäische Geldpolitik in den vergangenen Jahren für Deutschland nicht zu expansiv ausgerichtet. Darauf deutet die Tatsache hin, dass die nunmehr langjährigen historisch günstigen Finanzierungsbedingungen hierzulande keinen nachhaltigen Aufschwung – geschweige denn eine konjunkturelle Überhitzung – bei Investitionen und privatem Konsum auslösen konnten.

Aus Sicht der Institute sind die Möglichkeiten der EZB ausgeschöpft, mit ihrem geldpolitischen Instrumentarium die Konjunktur zu stimulieren. Weitere Leitzinssenkungen sind nicht mehr möglich, die Forward Guidance der EZB hat die zukünftigen Geldmarktzinserwartungen bereits auf nahe Null gesenkt, und Liquidität steht den Banken bei Bedarf nahezu unbegrenzt zur Verfügung. Staatsanleihekäufe dürften derzeit aus politischen Gründen nicht zur Verfügung stehen und Käufe von Anleihen privater Emittenten allenfalls geringe Impulse entfalten. Die sich abzeichnende Aufweichung der Bonitätsanforderungen beim Ankauf von Kreditver-

briefungen birgt die Gefahr, dass dringend gebotene, aber bislang von den Regierungen auf die lange Bank geschobene, Aufgaben erneut auf die EZB abgewälzt werden. Wie bereits in der Vergangenheit von den Instituten mehrfach betont, ist die zügige Bereinigung des Bankensektors von seinen Altlasten und nötigenfalls die schnelle Abwicklung von Kreditinstituten ohne tragfähiges Geschäftsmodell eine zentrale Voraussetzung dafür, dass es zu einer nachhaltigen realwirtschaftlichen Erholung im Euroraum kommt. Um den Moral Hazard seitens der Banken möglichst gering zu halten, sollte eine solche Sanierung unter Beteiligung privater Gläubiger durchgeführt werden.

### Zur Finanzpolitik

Die Finanzlage des Staates hat sich in den vergangenen Jahren deutlich entspannt. Lag das Defizit des öffentlichen Gesamthaushalts in den Jahren 2009 und 2010 – teils als Folge der Konjunkturprogramme, teils als Folge der Maßnahmen zur Bankenrettung und teils als Folge automatischer Stabilisatoren – in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt bei drei beziehungsweise vier Prozent, so wies der Gesamthaushalt bereits im Jahr 2012 einen Überschuss aus. Im vergangenen Jahr schloss der Haushalt auch in struktureller, also konjunkturbereinigter, Betrachtung mit einem Überschuss ab. Die Lage der öffentlichen Finanzen wird auch im Prognosezeitraum entspannt sein. In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt dürfte der Überschuss in diesem Jahr bei 0,3 Prozent und im kommenden Jahr bei 0,1 Prozent liegen. In struktureller Betrachtung wird die Überschussquote in diesem Jahr bei 0,4 Prozent und im kommenden Jahr bei 0,3 Prozent liegen (Tabelle 20).

Die Institute beurteilen die Ausrichtung der Finanzpolitik sowohl auf Grundlage der von diskretionären Maßnahmen ausgehenden Impulse als auch auf Grundlage der aus dem EU-Verfahren ermittelten Produktionslücke und dem daraus abgeleiteten strukturellen Finanzierungssaldo.<sup>46</sup> Der Vergleich zeigt, dass die strukturellen Überschüsse nur bedingt auf Konsolidierungsanstrengungen zurückzuführen sind. So lagen die Haushaltsentlastungen aus finanzpolitischen Maßnahmen im Jahr 2012 bei lediglich 0,4 Prozent in Relation zum Brut-

<sup>46</sup> Beide Ansätze haben ihre Vor- und Nachteile. So bereitet es bei der Ermittlung der diskretionären Maßnahmen Schwierigkeiten, die von Gebietskörperschaften und Sozialversicherungen umgesetzten und geplanten Maßnahmen vollständig zu erfassen, so dass ein Teil der Berechnungen auf Setzungen basiert. Auch werden die von den finanzpolitischen Maßnahmen ausgehenden Budgetwirkungen in der Regel ohne Berücksichtigung der von ihnen induzierten Wachstums- und Beschäftigungseffekte quantifiziert; nur bei bedeutsamen Reformprojekten werden die makroökonomischen Rückwirkungen geschätzt. Bei der Ermittlung des strukturellen Saldo ist es schwierig, Konjunktur und Wachstum eindeutig zu trennen, so dass sich die gesamtwirtschaftliche Produktionslücke nicht eindeutig bestimmen lässt.

toinlandsprodukt<sup>47</sup> und damit deutlich unter der Verbesserung des konjunkturbereinigten Finanzierungssaldos, der um 1,3 Prozentpunkte in Relation zum Bruttoinlandsprodukt stieg. Für das Jahr 2013 schätzen die Institute einen expansiven finanzpolitischen Impuls von 0,4 Prozent,<sup>48</sup> während der konjunkturbereinigte Finanzierungssaldo um 0,7 Prozentpunkte in Relation zum Bruttoinlandsprodukt stieg. Die beobachteten Veränderungen des Finanzierungssaldos liegen also nicht nur an der Konjunktur und an finanzpolitischen Maßnahmen. Der Unterschied beruht auch darauf, dass die Verbesserung des nach dem EU-Verfahren berechneten strukturellen Finanzierungssaldos auf Einflüsse zurückgeht, die von dem Verfahren zwar als strukturell interpretiert werden, aber nicht nachhaltig sind.

### Rückführung des strukturellen Defizits durch Sonderfaktoren begünstigt

Maßgeblich zur Rückführung des strukturellen Defizits haben die Zinsausgaben beigetragen, denn die Rendite deutscher Staatspapiere ist seit dem Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise deutlich gesunken. Im Jahr 2008 lag die durchschnittliche Umlaufrendite von Anleihen der öffentlichen Hand bei vier Prozent, bis September 2014 ist sie auf 0,8 Prozent zurückgegangen. Der deutsche Fiskus profitiert dabei nicht allein von dem im gesamten Euroraum sehr niedrigen Zinsniveau, sondern auch von der Verunsicherung von Kapitalanlegern, die auf der Suche nach sicheren Anlagen eine sehr geringe Rendite akzeptieren.<sup>49</sup> Die Zinsausgaben des deutschen Staates lagen im Jahr 2013 in Relation zum Bruttoinlandsprodukt um 0,7 Prozentpunkte unter ihrem Wert im Jahr 2008. Da im gleichen Zeitraum die öffentliche Verschuldung deutlich gestiegen ist, sind die Zinsausgaben in Relation zum Schuldenstand – also die rechnerische Durchschnittsverzinsung – sogar beträchtlich gesunken. In der mittleren bis langen Frist dürften die vom deutschen Fiskus zu bezahlenden Zinsen wieder steigen; insbesondere die zu erwartende restriktivere Geldpolitik in den USA, aber auch eine allmählich zurückgehende Unsicherheit auf dem europäischen Finanzmarkt dürften zu steigenden Renditen führen –, wenn auch die Zinsausgaben nur langsam steigen werden, da die niedrig

verzinsten Papiere erst nach und nach durch höher verzinsten ersetzt werden müssen.

Die Rückführung des strukturellen Defizits gelang auch dank der Steuermehreinnahmen aufgrund der kalten Progression. Solche Mehreinnahmen entstehen, da nominalen Einkommensteigerungen bei einer positiven Inflationsrate geringere reale Einkommenszuwächse gegenüberstehen, ein an nominalen Werten orientierter progressiver Steuertarif den Einkommenszuwachs aber vollständig berücksichtigt. Damit steigt der persönliche Steuersatz stärker als es die Erhöhung der steuerlichen Leistungsfähigkeit rechtfertigen würde. Aus diesem Grund sollte der Steuertarif regelmäßig – entweder mittels eines Automatismus oder mittels diskretionärer Eingriffe – angepasst werden. Da wesentliche Änderungen des Einkommensteuertarifs seit dem Jahr 2010 ausgeblieben sind, ist die durchschnittliche Belastung der Steuerzahler deutlich gestiegen; die aufgrund eines Urteils des Bundesverfassungsgerichts erforderlichen Anpassungen des Grundfreibetrags in den Jahren 2013 und 2014 zur steuerlichen Freistellung des Existenzminimums konnten die Zunahme der Steuerbelastung nur dämpfen.

Die gängigen Bereinigungsverfahren interpretieren solche Sonderfaktoren als strukturelle Verbesserungen und zeichnen daher ein zu günstiges Bild der Finanzlage. Hinzu kommt, dass die gute Entwicklung der öffentlichen Finanzen in den vergangenen Jahren von der abgabenergiebigen Struktur des Wirtschaftswachstums profitiert hat. So ging die wirtschaftliche Entwicklung in den vergangenen Jahren mit einem deutlichen Anstieg der Lohnsumme und einer kräftigen Zunahme der Binnennachfrage einher. Ferner beruht die Konsolidierung auch darauf, dass die öffentlichen Investitionen nur schwach ausgeweitet wurden – trotz der Mittel, die im Rahmen der Konjunkturpakete für investive Zwecke bereitgestellt wurden.

Auch verschleiern die Verschiebeaktionen zu Lasten der Sozialkassen den anhaltenden Konsolidierungsbedarf bei den öffentlichen Finanzen. Die Sozialversicherungen, insbesondere die Krankenkassen wie auch die gesetzliche Rentenversicherung, konnten hohe Überschüsse erwirtschaften und Vermögen aufbauen. Diese Überschüsse nutzte der Bund wiederholt, um seinen Haushalt zu entlasten; beispielsweise wurde der Zuschuss des Gesundheitsfonds für die Jahre 2013 bis 2015 um kumuliert 8,5 Milliarden Euro gekürzt. Die damit verbundenen Einsparungen im Bundeshaushalt sind aus gesamtstaatlicher Sicht aber kein Konsolidierungsfortschritt. Zudem wurde die gute Finanzlage der Sozialversicherungen für Ausgabensteigerungen genutzt. So wurde die mit dem Rentenpaket vorgenommene Ausweitung der versicherungsfremden Leistungen

<sup>47</sup> Der restriktive finanzpolitische Impuls lag im Jahr 2012 nach Einschätzung der Institute bei 13 Milliarden Euro. Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2012), Eurokrise dämpft Konjunktur – Stabilitätsrisiken bleiben hoch, Gemeinschaftsdiagnose vom Herbst 2012, Kiel, Tab. 3.10.

<sup>48</sup> Der finanzpolitische Impuls lag im Jahr 2013 nach Einschätzung der Institute bei 12 Milliarden Euro. Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2013), Konjunktur zieht an – Haushaltsüberschüsse sinnvoll nutzen, Gemeinschaftsdiagnose vom Herbst 2013, Essen, Tabelle 3.5.

<sup>49</sup> Dafür spricht auch, dass die reale, um Inflationserwartungen bereinigte Rendite von 10-jährigen Bundesanleihen derzeit negativ ist.

nicht, wie es angemessen gewesen wäre, durch einen steuerfinanzierten Zuschuss ausgeglichen. Um die Finanzierung zu gewährleisten, wurde vielmehr zu Beginn dieses Jahres auf die nach den Regeln des Sozialgesetzbuchs vorgesehene Senkung des Beitragssatzes verzichtet und so wurden sowohl die heutigen und künftigen Beitragszahler belastet als auch die Rentenanpassung zur Mitte des laufenden Jahres gemindert. Für den Beginn des kommenden Jahres ist erneut eine Senkung des Beitragssatzes zur gesetzlichen Rentenversicherung angezeigt; angenommen wird, dass die Politik der Rentenformel dieses Mal folgt.

Der Beitragssatz zur Pflegeversicherung wird hingegen im kommenden Jahr um 0,3 Prozentpunkte steigen. Ein Teil der Beitragssatzerhöhung – 0,1 Prozentpunkte – soll in einen Vorsorgefonds fließen, um für eine im Zuge der vorhersehbaren demografischen Entwicklung mittel- bis langfristig hohe Ausgabedynamik vorzuzorgen. Allerdings zeigt die Erfahrung – nicht nur in den vergangenen Jahren –, dass Überschüsse in den Sozialkassen Begehrlichkeiten wecken. Vor diesem Hintergrund muss der Aufbau eines Vorsorgefonds bei der Pflegeversicherung kritisch gesehen werden – erst recht in Zeiten niedriger Zinsen.

### Konzentration auf eine investitions- und wachstumsfreundliche Finanzpolitik erforderlich

Alles in allem ist die Finanzpolitik im Prognosezeitraum gemessen an den diskretionären Maßnahmen expansiv ausgerichtet. Dabei geht ein großer Teil des expansiven Impulses zu Lasten der Beitragszahler in die Sozialversicherungen, etwa wegen der von der Bundesregierung verabschiedeten Leistungsausweitung in der gesetzlichen Rentenversicherung. In der mittleren bis langen Frist dürften mit dieser Politik wachstumsdämpfende Wirkungen verbunden sein, denn die dadurch notwendigen höheren Rentenversicherungsbeiträge wirken wie eine Steuer auf den Produktionsfaktor Arbeit.

Auch wenn der strukturelle Budgetüberschuss des Staates aufgrund der genannten Faktoren ein zu günstiges Bild von der Verbesserung der Finanzlage zeichnet, steht ein gewisser Spielraum für eine gestaltende Finanzpolitik zur Verfügung. Trotz der merklichen konjunkturellen Abkühlung sollte dabei aber nicht der Versuch im Vordergrund stehen, einen kurzfristigen Impuls zu setzen. Aufgrund der bekannten Wirkungsverzögerungen finanzpolitischer Maßnahmen wäre dieser für sich genommen derzeit keine Rechtfertigung für kostspielige Eingriffe. Vielmehr muss sich die Finanzpolitik an ihren langfristigen Wachstumswirkungen messen lassen. Vor diesem Hintergrund bietet sich ein Mix aus

Abgabentlastungen und der Aufstockung investiver Staatsausgaben an.

Auf der Einnahmenseite sollte der Spielraum dazu genutzt werden, das Steuersystem investitions- und wachstumsfreundlich zu gestalten. Eine hohe Abgabenbelastung auf Unternehmensgewinne senkt die Rendite des Kapitals und dämpft auf diese Weise Investitionstätigkeit und Wachstumsmöglichkeiten. Auch eine hohe steuerliche Belastung des Produktionsfaktors Arbeit wirkt wachstumsdämpfend, denn sie senkt die Arbeitsanreize. Ein Beitrag zu einem wachstumsfreundlichen Steuersystem wäre insbesondere die Rückgabe der künftig entstehenden Einnahmen aufgrund der kalten Progression, beispielsweise über eine Indexierung des Tarifs. Die Gelegenheit für eine solche Reform ist günstig, denn die unmittelbaren fiskalischen Mindereinnahmen sind derzeit überschaubar: Wegen der relativ niedrigen Inflationsrate liegen die auf die kalte Progression zurückzuführenden Steuer Mehreinnahmen derzeit bei nur 2,7 Milliarden Euro im Jahr.<sup>50</sup>

Ein zusätzlicher Ausgleich der seit der letzten Anpassung des Einkommensteuertarifs aufgelaufenen Mehreinnahmen wäre hingegen eine anspruchsvollere Aufgabe; dann ergäbe sich eine Steuerentlastung in der Größenordnung von mehr als zehn Milliarden Euro. Dies gilt erst recht für eine grundlegende Reform – Abflachung und Rechtsverschiebung – des Einkommensteuertarifs, die schon deshalb angezeigt wäre, weil der Spitzensteuersatz mittlerweile bereits bei Einkommen greift, die bei der jetzigen Einkommensverteilung kein Spitzeneinkommen darstellen.<sup>51</sup> Auch wenn sich die Steuersenkungen durch die induzierten Wachstums- und Beschäftigungseffekte zum Teil selbst finanzieren würden, müsste sich die Finanzpolitik angesichts der derzeitigen transitorischen Einflüsse auf die öffentlichen Finanzen die zusätzlich erforderlichen Haushaltsspielräume für eine solche Reform noch erarbeiten, beispielsweise durch einen Abbau von Steuervergünstigungen.<sup>52</sup>

<sup>50</sup> Zu den Mehreinnahmen aufgrund der kalten Progression vgl. Breidenbach, P., Döhrn, R., Kasten, T. (2014), Günstige Gelegenheit: Jetzt die kalte Progression abschaffen, RWI Positionen #60 (Juli 2014).

<sup>51</sup> Vgl. ausführlicher zu einer grundlegenden Reform des Einkommensteuertarifs H. Gebhardt (2013), *Steuerschätzung 2013-2018: Deutlich steigendes Steueraufkommen*, Wirtschaftsdienst 93 (12): S.835-840.

<sup>52</sup> Wie in früheren Gemeinschaftsdiagnosen empfohlen, bietet es sich an, die offenen Punkte der Koch-Steinbrück-Liste anzugehen. Vgl. hierzu Koch, R., Steinbrück, P. (2003), *Subventionsabbau im Konsens – Der Vorschlag der Ministerpräsidenten Roland Koch und Peer Steinbrück*, Wiesbaden und Düsseldorf. Vgl. für eine Liste möglicher Ansatzpunkte zur Abschaffung von Steuervergünstigungen außerdem Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2013), *Stabile Architektur in Europa – Handlungsbedarf im Inland, Jahresgutachten 2012/2013*, Wiesbaden, Ziffer 365.

Auch auf der Ausgabenseite sollte die Finanzpolitik wachstumsfreundlich gestaltet sein und die Ausgaben der öffentlichen Hand in solchen Bereichen, die potentiell das Wachstum erhöhen – also Ausgaben in Sach- und Humankapital –, ausweiten. So ist eine funktionierende öffentliche Infrastruktur eine wesentliche Voraussetzung für Wachstum und zieht tendenziell privatwirtschaftliche Investitionen nach sich;<sup>53</sup> die Priorisierung konsumtiver Staatsausgaben und daraus resultierende Investitionszurückhaltung der öffentlichen Hand in den vergangenen Jahren haben dazu geführt, dass mittlerweile stellenweise ein deutlicher Nachholbedarf besteht. Der Schwerpunkt sollte dabei – wo sinnvoll – auf substanzerhaltende Investitionen in die Infrastruktur gesetzt werden.<sup>54</sup> Die Politik der Bundesregierung weist zwar grundsätzlich in die richtige Richtung, wenn den Kommunen als Hauptinvestor der öffentlichen Hand in dieser Legislaturperiode zusätzliche – allerdings nicht zweckgebundene – Mittel in Höhe von drei Milliarden Euro zufließen und die Investitionen in die Verkehrsinfrastruktur um fünf Milliarden Euro über einen Zeitraum von vier Jahren gesteigert werden. Gemessen am Bedarf an zusätzlichen Infrastrukturinvestitionen sind diese Volumina allerdings eher gering;<sup>55</sup> vor allem aber ist davor zu warnen, die Mittel nach dem Gießkannenprinzip oder nach Länderproporz zu verteilen. Stattdessen müssen Effizienzgesichtspunkte leitend sein.

Neben Sachkapitalausgaben haben Investitionen in Humankapital tendenziell wachstumsstimulierenden Charakter; hohe Renditen werfen vor allem Aufwendungen für die frühkindliche Erziehung sowie eine gute Infra-

struktur für die Betreuung von Kindern ab.<sup>56</sup> Zur Finanzierung steigender Ausgaben mit investivem Charakter sollte die qualitative Konsolidierung weiter vorangetrieben werden. Insbesondere konsumtive Ausgabenpositionen sollten regelmäßig hinterfragt werden und investive Ausgaben Priorität genießen; von entscheidender Bedeutung ist zudem die effiziente Verwendung der Finanzmittel.

Bereits jetzt hat die deutsche Politik einen wesentlichen Teil ihrer finanzpolitischen Spielräume vergeben: Vor einem Jahr haben die Institute – auf Grundlage der damaligen Rechtslage – darauf hingewiesen, dass viele der hier vorgeschlagenen wachstumssteigernden Maßnahmen ohne Steuererhöhungen aus den zu erwartenden Budgetüberschüssen hätten finanziert werden können.<sup>57</sup> Es ist zu bedauern, dass die Bundesregierung in den vergangenen zwölf Monaten ihre finanzpolitischen Prioritäten anders gesetzt hat: Allein mit den Leistungsausweitungen in der Rentenversicherung entstehen ab Jahresmitte 2014 jährliche Mehraufwendungen in Höhe von neun Milliarden Euro; die zur Finanzierung ausgesetzte Beitragssenkung um schätzungsweise 0,6 Prozentpunkte zum Jahresbeginn 2014 bringt lediglich 6 ½ Milliarden Euro an Einnahmen.

Die budgetären Spielräume der deutschen Politik, um die Rahmenbedingungen für Investitionen und Wachstum in Deutschland zu verbessern, sind damit bereits merklich verringert. Umso wichtiger ist es, dass die noch bestehenden Spielräume sinnvoll genutzt werden. Bei einigen der hier skizzierten Maßnahmen dürften zur Finanzierung Einschnitte an anderer Stelle erforderlich werden, die bei den Betroffenen Widerspruch hervorrufen werden. Solche Mühen sollten allerdings nicht gescheut werden, denn die vorgeschlagenen Maßnahmen würden Leistungsanreize erhöhen, Allokationsverzerrungen beseitigen, die Produktionsbedingungen verbessern und somit letztlich das potentielle Wachstum der deutschen Wirtschaft anheben.

**53** Vgl. Aschauer, D. A. (1989), Does public capital crowd out private capital?, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 24 (2), S. 171-188, sowie Dreger, C., Reimers, H.-E. (2014), On the relationship between public and private investment in the euro area, DIW Discussion Paper No. 1365.

**54** Ragnitz, J. u. a. (2013), Endbericht zum Forschungsvorhaben „Öffentliche Infrastrukturinvestitionen: Entwicklung, Bestimmungsfaktoren und Wachstumswirkungen“ im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft und Technologie, ifo Institut Niederlassung Dresden, <http://www.bmwi.de/BMWi/Redaktion/PDF/M-O/oeffentliche-infrastrukturinvestitionen,property=pdf,bereich=bmwi2012,sprache=de,rwb=true.pdf>.

**55** Vgl. Kunert, U., Link, H. (2013), a. a. O., sowie Kommission zur „Zukunft der Verkehrsinfrastrukturfinanzierung“ (2012), Abschlussbericht vom Dezember 2012, <https://www.muenchen.ihk.de/de/standortpolitik/Anhaenge/abschlussbericht-daehre-kommission.pdf>.

**56** L. Wößmann (2013), Bildung und Innovation als Schlüssel für Wohlstand und Wachstum, ifo Schnelldienst 66 (15), S. 17-20, sowie K. Spieß (2013), Investitionen in Bildung: Frühkindlicher Bereich hat großes Potenzial, DIW Wochenbericht Nr. 26/2013.

**57** Vgl. Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2013), a. a. O. Zu berücksichtigen ist allerdings, dass die damalige Projektion von einem günstigeren als dem sich jetzt abzeichnenden wirtschaftlichen Umfeld ausgegangen ist.

## 6. Bewertung der außenwirtschaftlichen Einflüsse auf die deutsche Konjunktur

### Aktuelle Entwicklungen

Die deutsche Konjunktur hat im ersten Halbjahr 2014 spürbar an Dynamik verloren. Dazu hat der Außenhandel beigetragen, da die Exporte deutlich schwächer zulegen als die Importe. Nach einem kräftigen Jahresauftakt dämpften im zweiten Quartal aber auch inländische Einflüsse; insbesondere die Investitionen trugen negativ zur Veränderung bei, vom Konsum kamen kaum Impulse.

Die schwache Entwicklung der Ausfuhren bis zur Jahresmitte ist auf verschiedene Faktoren zurückzuführen. So konnte die Konjunktur in einigen wichtigen Abnehmerländern deutscher Exporte nicht an Fahrt gewinnen. Dies betrifft in erster Linie den übrigen Euroraum. In Schwellenländern wie China verringert sich trotz guter Konjunktur die Wachstumsdynamik. Auch der Handel mit Russland war im ersten Halbjahr rückläufig, allerdings setzte dieser Prozess bereits im Jahr 2013 ein – und damit vor dem russisch-ukrainischen Konflikt.

Vor diesem Hintergrund werden im Folgenden zum einen die Relevanz konjunktureller Entwicklungen in wichtigen Partnerländern für die deutsche Konjunktur analysiert. Insbesondere sollen dabei die treibenden Faktoren hinter dem schwachen zweiten Quartal quantifiziert werden. Zum anderen soll untersucht werden, wie sich der russisch-ukrainische Konflikt und die daraus folgenden Sanktionen auf die deutsche Konjunktur auswirken.

### Analyse der Relevanz konjunktureller Entwicklungen in einzelnen Ländern für die deutsche Konjunktur

#### Außenwirtschaftliche Verflechtungen Deutschlands

Die außenwirtschaftlichen Beziehungen Deutschlands haben sich zwischen 2007 und 2013, geprägt durch die

große Rezession und die Krise im Euroraum, deutlich verschoben. So hat sich der Anteil der Ausfuhren in den Euroraum am Gesamtexport Deutschlands von 44 Prozent auf 37 Prozent verringert. Vor allem die Ausfuhren in Länder, die stark von der Krise betroffen waren, wie Spanien und Italien, haben an Bedeutung verloren. Gleichzeitig haben die Ausfuhren in die Schwellenländer, insbesondere nach Asien, anteilmäßig deutlich zugelegt. Dies ist in erster Linie auf die Ausfuhren nach China zurückzuführen, deren Anteil am Gesamtexport sich annähernd verdoppelte. Der Anteil der Exporte nach Russland nahm hingegen nur geringfügig auf rund 3 Prozent zu (Tabelle 21).

Im Rahmen einer Komponentenzerlegung wird untersucht, inwiefern die Konjunktur im Partnerland, eine Veränderung dessen Offenheitsgrades oder Gewinne bzw. Verluste von Marktanteilen Deutschlands für die Veränderung der deutschen Ausfuhren dorthin eine Rolle spielen:

$$Exporte_{De, Partner} = BIP_{Partner} \times \frac{Importe_{Partner}}{BIP_{Partner}} \times \frac{Exporte_{De, Partner}}{Importe_{Partner}}$$

Dabei bildet das Bruttoinlandsprodukt (BIP) die Konjunktur im Partnerland ab, die Importquote dient als Indikator für den Offenheitsgrad. Das Verhältnis der deutschen Ausfuhren in das Partnerland zu dessen Gesamtimporten bildet den Marktanteil Deutschlands ab. Gegenstand der Analyse bilden die 15 wichtigsten Handelspartner Deutschlands im Jahr 2013.

Abbildung 23 zeigt die Beiträge der drei Komponenten zur Zunahme der Ausfuhren im Zeitraum 2007 bis 2013. Die Konjunktur in den Partnerländern spielt in der Tat eine wichtige Rolle für die Veränderung der deutschen Exporte in die jeweiligen Länder. Dies zeigt sich insbesondere in Schwellenländern wie China und Russland, aber auch in den USA und in Frankreich. Zudem stellt sich heraus, dass Deutschland in vielen Ländern offensichtlich Marktanteile verloren hat. Dieser Verlust dürfte zum einen der Eurokrise geschuldet

Tabelle 21

**Anteil am Gesamtexport**  
In Prozent

	2007	2013
<b>Euro-Raum<sup>1</sup></b>	<b>44,02</b>	<b>36,88</b>
Frankreich	9,50	9,16
Niederlande	6,52	6,49
Italien	6,68	4,86
Österreich	5,47	5,14
Belgien	5,25	3,86
Spanien	4,93	2,86
Griechenland	0,82	0,43
<b>Andere EU-Länder<sup>2</sup></b>	<b>20,61</b>	<b>19,90</b>
Großbritannien	7,23	6,92
Schweden	2,23	1,89
Polen	3,75	3,88
Tschechische Republik	2,70	2,84
Dänemark	1,60	1,44
<b>Nicht EU-Länder Europa</b>	<b>8,95</b>	<b>11,50</b>
Schweiz	3,77	4,33
Russland	2,92	3,30
Türkei	1,56	1,97
<b>Nordamerika</b>	<b>8,94</b>	<b>9,71</b>
USA	7,60	8,08
<b>Asien</b>	<b>11,58</b>	<b>16,43</b>
China	3,10	6,13
Japan	1,35	1,57
Südkorea	0,90	1,32
<b>Lateinamerika</b>	<b>1,50</b>	<b>2,26</b>
Brasilien	0,71	1,04

1 Frankreich, Niederlande, Belgien, Luxemburg, Österreich, Spanien, Italien, Portugal, Irland, Griechenland, Finnland, Malta, Zypern, Slowakei, Slowenien, Estland, Lettland.

2 Großbritannien, Schweden, Dänemark, Tschechische Republik, Polen, Litauen, Rumänien, Bulgarien, Ungarn, Kroatien.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen der Institute.

© GD Herbst 2014

sein, in der in vielen Ländern die Nachfrage nach Investitionsgütern einbrach, die einen hohen Anteil am deutschen Gesamtexport haben. Zum anderen ist er auf die gestiegene Präsenz vieler Schwellenländer auf dem Weltmarkt zurückzuführen. Die Veränderung des Offenheitsgrades spielte hingegen in diesem Zeitraum für die Veränderung der deutschen Exporte in die meisten Länder eine eher geringe Rolle.

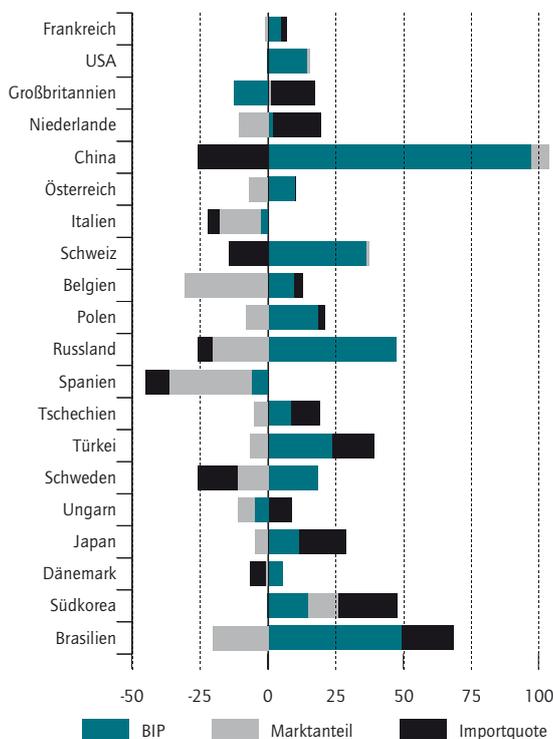
**Analyse (ausländischer) Schocks auf die deutsche Konjunktur**

Im Folgenden werden zunächst die Schocks identifiziert, die die konjunkturelle Entwicklung in Deutschland am aktuellen Rand geprägt haben. Mit Hilfe eines globalen vektorautoregressiven (VAR) Modells und eines

Abbildung 23

**Komponenten der Entwicklung der deutschen Exporte**

2007–2013; Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten<sup>1</sup>



1 Errechnet als Differenz der Logarithmen.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank; Feri; Berechnungen der Institute.

© GD Herbst 2014

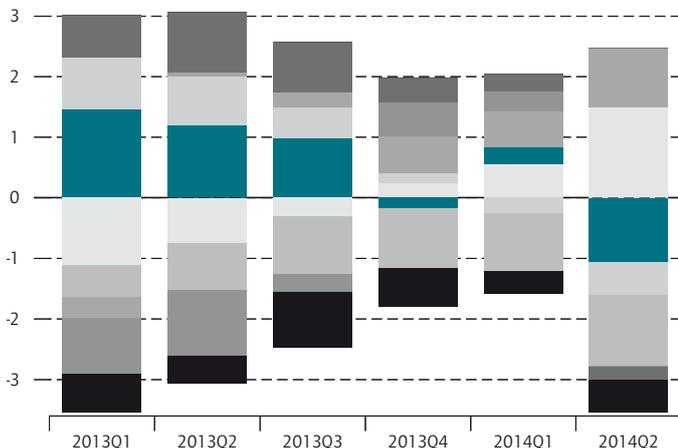
für Deutschland geschätzten dynamischen, stochastischen, Allgemeinen Gleichgewichtsmodells (DSGE-Modell) wird untersucht, welche Einflüsse in den Partnerländern zur schwachen Exportentwicklung Deutschlands geführt haben und welche inländischen Faktoren die Abnahme der konjunkturellen Dynamik begründen. Anschließend wird quantifiziert, welche Folgen eine anhaltende Abkühlung in ausgewählten Partnerländern auf die deutsche Konjunktur hat. Dazu werden Simulationen mit einem Mehrländermodell durchgeführt.

Das globale VAR-Modell berücksichtigt 27 Länder, die ca. 85 Prozent des deutschen Handelsvolumens und der globalen Wirtschaftsleistung auf sich vereinen. Für jedes Land werden die BIP-Wachstumsrate, die Inflationsrate und der kurzfristige Zinssatz in Abhängigkeit voneinander modelliert. Darüber hinaus werden Einflüsse auf die inländischen Variablen vom ausländischen Produktionswachstum und der ausländischen Preissteigerungsrate abgebildet. Diese beiden Variablen werden für jedes Land individuell als gewichtete Durchschnitte der übrigen Volkswirtschaften konstruiert. Der Anteil des

Abbildung 24

**Beiträge von Produktionsschocks zur Produktionslücke (globales VAR-Modell)**

In Prozentpunkten



**Beiträge in- und ausländischer Produktionsschocks**



Hinweis: Die Beiträge der einzelnen Produktionsschocks addieren sich nicht zur Produktionslücke auf, da diese ebenso durch in- und ausländische Inflations- und Zinsschocks beeinflusst wird.

Quellen: Nationale Statistikämter; OECD Main Economic Indicators; Berechnungen der Institute.

© GD Herbst 2014

bilateralen Handels am jeweiligen Gesamthandelsvolumen dient dabei als Gewicht. Für die Länder des Euro-raums wird der Zinssatz als eine Reaktionsfunktion auf eine Inflationsrate und eine Produktionslücke modelliert, die jeweils gewichteten Durchschnitts der Werte aus Deutschland, Frankreich und Italien entsprechen. Die länderspezifischen Modelle werden zunächst einzeln für jedes Land geschätzt und dann zu einem globalen Gleichungssystem zusammengefasst. Sodann wird die deutsche Produktionslücke nach Beiträgen in- und ausländischer Produktionsschocks zerlegt.

In den vergangenen Quartalen hat insbesondere die gute Konjunktur in Großbritannien und in den USA positiv zur deutschen Produktionslücke beigetragen (Abbildung 24). Der übrige Euroraum wirkte zuletzt

ebenso stimulierend. Der positive Beitrag am aktuellen Rand ist jedoch nahezu vollständig auf die konjunkturelle Belebung in den Niederlanden und in Spanien zurückzuführen. Aus den größten Volkswirtschaften Frankreich und Italien sind die Beiträge negativ, im Falle Italiens sogar bereits seit zwei Jahren. Die konjunkturelle Eintrübung in Russland wirkte sich ebenso zunehmend negativ auf die deutsche Konjunktur aus. Auch aus den übrigen BRIC-Ländern, insbesondere aus China, wurden negative Impulse verzeichnet. Insgesamt hoben sich positive und negative Effekte ausländischer Konjunkturschocks auf die deutsche Produktionslücke im zweiten Quartal 2014 jedoch gegeneinander auf. Der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion ist somit primär auf inländische Faktoren zurückzuführen.

Die Bedeutung inländischer Einflüsse im zweiten Quartal wird durch die Ergebnisse des DSGE-Modells bekräftigt. Bei dem hier verwendeten Modell handelt es sich um ein Zwei-Länder-Modell für Deutschland und den restlichen Euroraum. Für das In- und Ausland werden jeweils Nachfrage- (sowohl privater als auch öffentlicher Haushalte) und Angebotschocks (Technologie-, Arbeitsangebots-, Inflations- und Investitionsschocks<sup>58</sup>) implementiert. Zudem gibt es einen für beide Ländergruppen gemeinsamen Risikoprämienchock und einen geldpolitischen Schock. Die Produktionslücke wird nach Beiträgen in- und ausländischer Schocks zerlegt.

In den vergangenen Quartalen haben insbesondere ausländische Nachfrageschocks negativ zur deutschen Produktionslücke beigetragen, diese entstanden vor allem durch die restriktive Finanzpolitik im restlichen Euroraum. Positiv auf die deutsche Produktionslücke wirkten insbesondere ausländische Angebotschocks. Dies erklärt sich dadurch, dass im restlichen Euroraum die Produktion relativ stärker fiel als das Arbeitsvolumen, dies reduzierte die Produktivität und erhöhte die Grenzkosten im Ausland, wovon die deutschen Unternehmen profitierten (Abbildung 25).

Ausschlaggebend für die Kontraktion im zweiten Quartal waren negative Impulse von inländischen Angebots- und Nachfrageschocks. Nachdem im ersten Quartal die inländische Angebotsseite noch einen positiven Effekt auf die Produktionslücke hatte, trug sie im zweiten Quartal negativ bei. Der Vorzeichenwechsel ergab sich vor allem durch einen negativen investitionsspezifischen Schock.

Das ist kompatibel mit der Ansicht, dass viele Investitionen, die normalerweise im zweiten Quartal statt-

<sup>58</sup> Genau genommen handelt es sich bei dem Investitionsschock um einen Schock bei den Investitionsanpassungskosten. Es ist also ein Schock, der den Relativpreis des Kapitals verändert.

gefunden hätten, aufgrund des milden Winters in das erste Quartal vorgezogen wurden. Darüber hinaus spiegelt der Schock wohl auch die Investitionszurückhaltung der Unternehmen aufgrund eingetrübter Erwartungen wider. Nachfrageseitig erhöhte sich im zweiten Quartal der negative Beitrag. Dies geht auf einen inländischen finanzpolitischen Schock zurück, der stärker negativ zur Produktionslücke beigetragen hat als in den Vorperioden.<sup>59</sup>

Die bisherige Analyse hat gezeigt, dass vor allem inländische Schocks zum schwachen Ergebnis im zweiten Quartal beigetragen haben. Eine Simulation im Rahmen des DSGE-Modells zeigt, dass das deutsche Bruttoinlandsprodukt ohne den investitionsspezifischen Schock im zweiten Quartal um knapp 0,1 Prozent gestiegen statt um 0,2 Prozent gesunken wäre. Allerdings haben auch negative Impulse aus dem Ausland eine Rolle gespielt. Große Länder wie Frankreich wirkten, wie das globale VAR-Modell gezeigt hat, deutlich dämpfend im zweiten Quartal.

Um die Auswirkungen der konjunkturellen Abkühlung in ausgewählten Ländern (Frankreich, Italien und Russland) auf die deutsche Binnenwirtschaft abzuschätzen, werden Simulationen mit dem RWI-Mehrländermodell durchgeführt. Das Modell umfasst 39 Ländermodelle, die über eine Handelsmatrix miteinander verknüpft sind. Welcher Anteil der Gesamtimporte des importierenden Landes durch Lieferungen der verschiedenen exportierenden Länder bedient wird, determinieren endogen bestimmte Handelskoeffizienten, die sich in Abhängigkeit der Wechselkurse und relativen Preise ändern. Diese gehen in die nationalen Teilmodelle ein.<sup>60</sup>

Mit dem Modell werden zwei Szenarien gerechnet, die sich bezüglich ihrer Einschätzung zur konjunkturellen Lage in den drei genannten Ländern unterscheiden. In einer ersten Simulation wird die Einschätzung der Konjunktur aus der Gemeinschaftsdiagnose vom Frühjahr zugrunde gelegt. Eine zweite Simulation verwendet die hier vorliegende Prognose. Ein Vergleich der Ergebnisse beider Rechnungen gibt Aufschluss über die resultierenden Effekte auf das deutsche Bruttoinlandsprodukt sowie dessen Verwendungskomponenten.

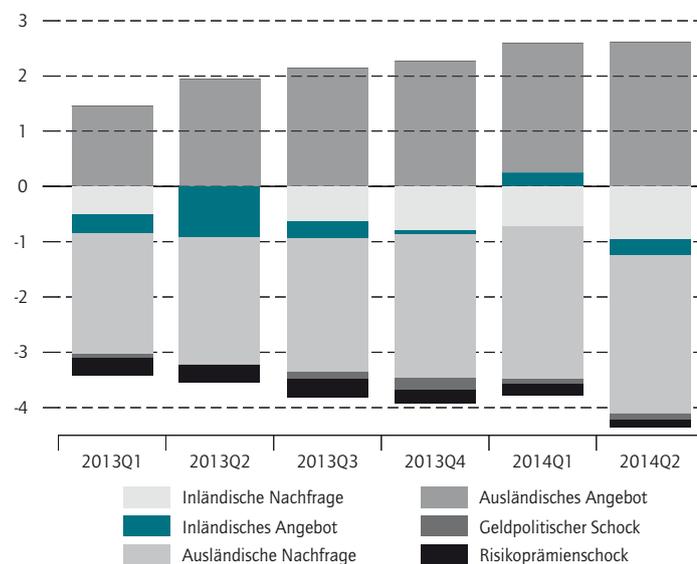
<sup>59</sup> Zu einem ähnlichen Ergebnis kommt eine Untersuchung mit einem finanzpolitischen DSGE-Modell. Vgl. Drygalla, A., Holtemöller, O., Kiesel, K. (2014): „The Effects of Fiscal Policy in an Estimated DSGE Model – The Case of the German Stimulus Packages during the Great Recession“, mimeo.

<sup>60</sup> Für 22 Länder bestehen detaillierte ökonomische Teilmodelle. Sechs der weltwirtschaftlich bedeutenden Länder (USA, Japan, Großbritannien, Frankreich, Italien und Spanien) sind durch jeweils 65 Gleichungen abgebildet. Deutschland, Kanada und weitere 14 Industrieländer sind durch Teilmodelle abgebildet, die aus jeweils 36 Gleichungen bestehen. Für die BRIC- und OPEC-Staaten werden lediglich die Importgleichungen geschätzt, die die Importnachfrage im Rahmen der Handelsmatrix bestimmen.

Abbildung 25

**Beiträge verschiedener Schocks zur Produktionslücke (DSGE-Modell)**

In Prozentpunkten



**Kontrafaktische BIP-Entwicklung in Prozent**



<sup>1</sup> Gegenüber dem Vorquartal.

Quellen: Eurostat, EC-AMECO, EC-CIRCABC, Berechnungen der Institute.

Tabelle 22 zeigt, dass die Abschwächung der deutschen Konjunktur in Folge eines Rückgangs des BIP-Wachstums in Frankreich besonders stark ausfallen würde. Die deutschen Exporte und das Bruttoinlandsprodukt würden 2014 und 2015 um kumuliert 0,3 Prozentpunkte sinken. Auch ein Rückgang des italienischen Bruttoinlandsprodukts würde sich in diesem Jahr deutlich negativ auf die deutsche Wirtschaft auswirken. Im kommenden Jahr dürfte der Effekt aber gering sein. Die Prognoserevision für Russland im Jahr 2015 fällt zwar stärker aus als in den beiden anderen Ländern. Allerdings ist die dämpfende Wirkung auf die deutsche Wirtschaft ge-

Tabelle 22

**Veränderung der Zuwachsraten**  
In Prozentpunkten

	BIP-Revision <sup>1</sup>	Importe <sup>2</sup>	BIP	Konsum	Investitionen	Exporte	Importe
	Frankreich		Deutschland				
2014	-0,6	-1,5	-0,09	-0,04	-0,03	-0,13	-0,02
2015	-0,7	-1,8	-0,23	-0,15	-0,13	-0,17	-0,14
	Italien		Deutschland				
2014	-0,8	-2,5	-0,11	-0,05	-0,04	-0,13	-0,04
2015	-0,6	-1,9	0,04	0,04	0,02	-0,06	0,00
	Russland		Deutschland				
2014	0,0	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
2015	-1,2	-4,1	-0,02	-0,01	-0,01	-0,04	-0,00

<sup>1</sup> Differenz zwischen den BIP-Prognosen der Institute im Frühjahr und Herbst 2014.

<sup>2</sup> Der Importschock wurde so modelliert, dass die daraus resultierenden BIP-Rückgänge der BIP-Revision entsprechen.

Quelle: Simulationsergebnisse des RWI-Mehrländermodells. Abweichungen der Zuwachsraten von denen in der Basislösung.

ring. Dies gilt freilich nur, wenn es nicht zu einer gravierenden Beeinträchtigung des Handels – etwa infolge einer Ausweitung von Sanktionen – kommt.

**Analyse der Sanktionen in Folge des russisch-ukrainischen Konflikts**

Der Europäische Rat hat Anfang März 2014 Sanktionen gegenüber Russland beschlossen. Die ersten beiden Stufen beinhalteten vorwiegend diplomatische und individuelle Sanktionen, darunter das Aussetzen von Verhandlungen sowie Einreiseverbote und Kontensperrungen gegen Einzelpersonen. Wirtschaftliche Sanktionen traten erst am 1. August 2014 in Kraft und wurden mit Wirkung zum 12. September nochmals verschärft. Sie umfassen ein Waffenembargo, das Verbot der Ausfuhr von *dual-use*-Gütern für militärische Zwecke und militärische Endnutzer sowie gelistete Mischnutzer, das Verbot der Lieferungen bestimmter Ausrüstungen sowie Dienstleistungen, die für die Exploration und Förderung von Erdöl in der Arktis und der Tiefsee sowie Schieferölprojekte verwendet werden, und schließlich Finanzsanktionen. Es handelt sich somit um selektive, sektorale Wirtschaftssanktionen. Als Gegenreaktion zu den wirtschaftlichen Sanktionen hat Russland im August ein Importstopp für bestimmte Nahrungsmittel aus europäischen Ländern verhängt.

Der russisch-ukrainische Konflikt dürfte die deutsche Wirtschaft insbesondere auf zwei Wegen beeinflussen: zum einen direkt über die Auswirkungen der Sanktionen auf den Handel mit Waren und Dienstleistungen, zum anderen indirekt über die mit ihm

verbundene Eintrübung der Unternehmenserwartungen.

**Sanktionen und Gegenreaktionen**

Die sektoralen Sanktionen der EU dürften kaum direkte und rasche Rückwirkungen auf die deutsche Konjunktur haben. Der Anstieg der gesamten Güterexporte Deutschlands wird dadurch nur geringfügig gedämpft, da – wie gezeigt – der Anteil der Exporte nach Russland an den Gesamtexporten in Deutschland niedrig ist und zudem nur wenige Warengruppen von den Sanktionen betroffen sind. Zu berücksichtigen ist ferner, dass Altverträge von den Sanktionen nicht betroffen sind. Branchen wie die Rüstungs- und Erdölindustrie können jedoch für die Zukunft geplante, aber noch nicht vertraglich geregelte Lieferungen und Leistungen nicht mehr realisieren.

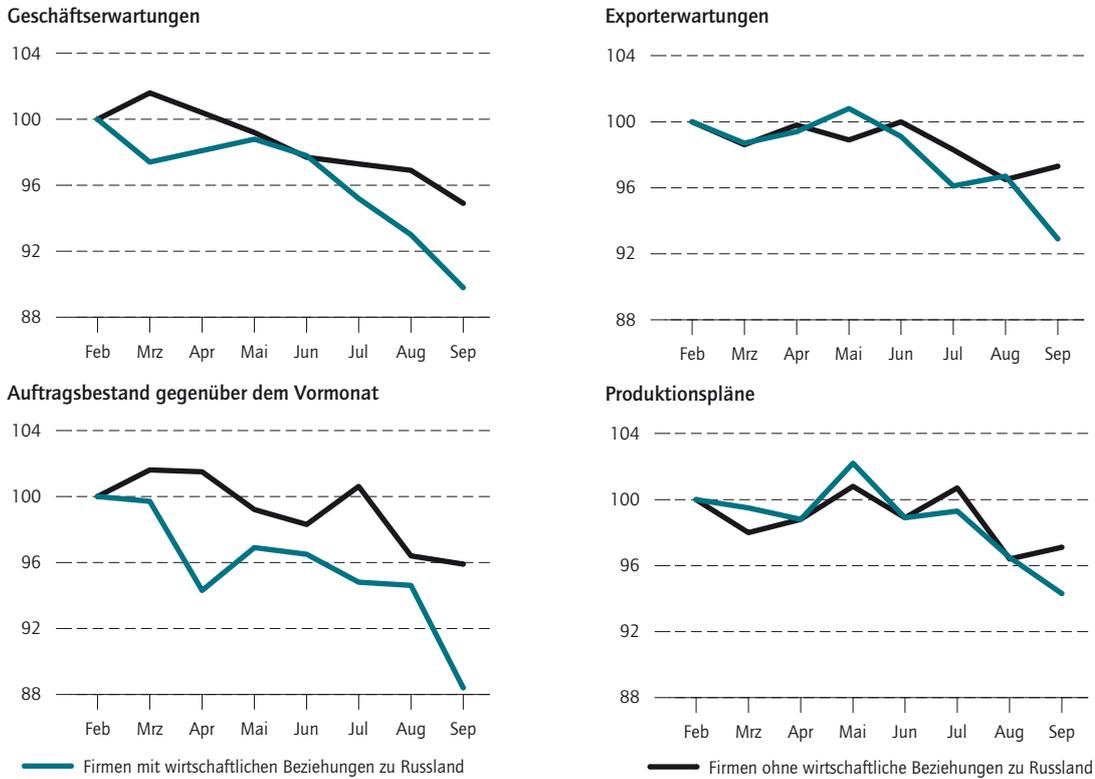
Auch von den Finanzsanktionen sind EU-weit kaum direkte Rückwirkungen auf den Handel zu erwarten. Die Vergabe von (Export-)Krediten zur Finanzierung von Handelsgeschäften ist weiterhin erlaubt. Die Effekte für den Finanzsektor waren bislang begrenzt. Die Krimkrise hatte sich kaum auf grenzüberschreitende Forderungen von Banken ausgewirkt. So haben nach Angaben der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich internationale aktive Banken im ersten Quartal 2014 zwar Rückgänge der konsolidierten Forderungen gegenüber Russland und der Ukraine gemeldet.<sup>61</sup> Auf Basis der *locational banking statistics* und damit unter Berücksichtigung von Wechselkurseffekten sind

<sup>61</sup> Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Highlights of the BIS international statistics, [http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1409b.htm](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1409b.htm).

Abbildung 26

**Entwicklung ausgewählter Variablen für Unternehmen im Verarbeitenden Gewerbe**

Index Februar 2014 = 100, saisonbereinigt



Quellen: ifo-Konjunkturtest; Berechnungen der Institute.

© GD Herbst 2014

die Forderungen gegenüber Russland aber nahezu unverändert geblieben; allerdings sind sie gegenüber der Ukraine gesunken. Zu berücksichtigen ist, dass die Bedeutung Russlands bei den grenzüberschreitenden Forderungen der an die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich berichtenden europäischen und deutschen Banken gering ist.

Auch das im August verhängte Importverbot Russlands für Agrarprodukte aus europäischen Ländern wird nur geringe Wirkungen haben. In der EU wird aufgrund von günstigen Witterungsverhältnissen eine gute Ernte erwartet. Das Angebot an Agrargütern ist daher vergleichsweise hoch. Aufgrund des Importverbots werden nun weitere Mengen auf dem innereuropäischen Markt angeboten werden. Das hohe Angebot führt bei einzelnen Produktgruppen zu einer Verschärfung des innereuropäischen Wettbewerbs und dürfte damit kurzfristig zu (Preis-)Effekten auf dem deutschen bzw. europäischen Markt führen. Die Euro-

päische Kommission hat bereits Unterstützungsmaßnahmen (u. a. für Milchproduzenten) beschlossen, um für betroffene Produzenten die Probleme abzufedern. Auf den deutschen Gesamtexport wird sich das Importverbot kaum auswirken, da die Landwirtschaft nur 4 Prozent der gesamten Ausfuhren Deutschlands nach Russland ausmacht. Zudem sind Ausweichreaktionen nicht auszuschließen, darunter der Export von Lebensmitteln nach Weißrussland, das eine Zollunion mit Russland unterhält.

**Erwartungen von Unternehmen mit Russlandgeschäft**

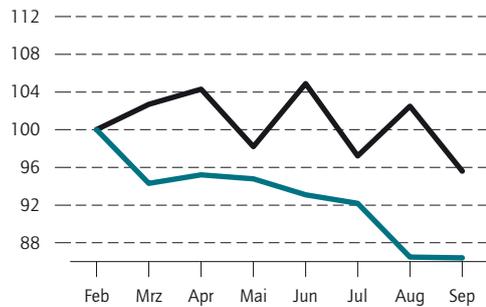
Obwohl die Auswirkungen der direkt mit den Sanktionen verbundenen Lieferbeschränkungen voraussichtlich gering sind, haben sich im Zuge der Zuspitzung des russisch-ukrainischen Konflikts im August die Erwartungen deutscher Industrieunternehmen mit wirtschaftlichen Beziehungen zu Russland nochmals

Abbildung 27

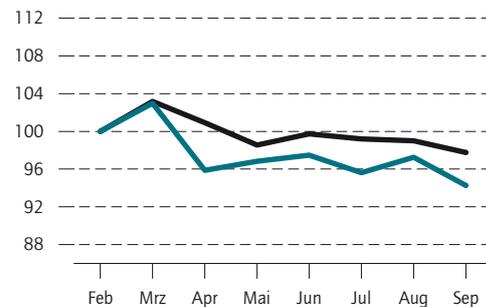
**Geschäfts- und Exporterwartungen für ausgewählte Sektoren**

Index Februar 2014 = 100, saisonbereinigt

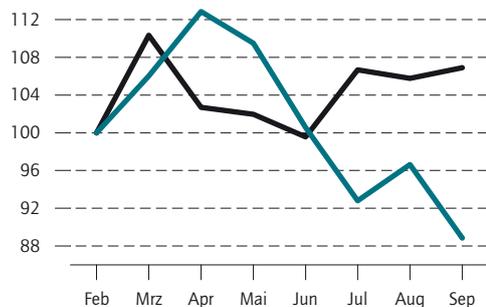
Geschäftserwartungen im Maschinenbau



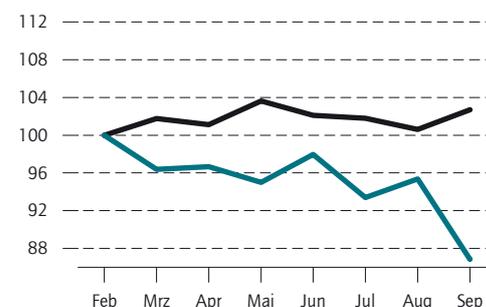
Exportserwartungen in der Chemie



Geschäftserwartungen bei den Kfz



Exportserwartungen in der Datenverarbeitung



— Firmen mit wirtschaftlichen Beziehungen zu Russland

— Firmen ohne wirtschaftliche Beziehungen zu Russland

Quellen: ifo-Konjunkturtest; Berechnungen der Institute.

© GD Herbst 2014

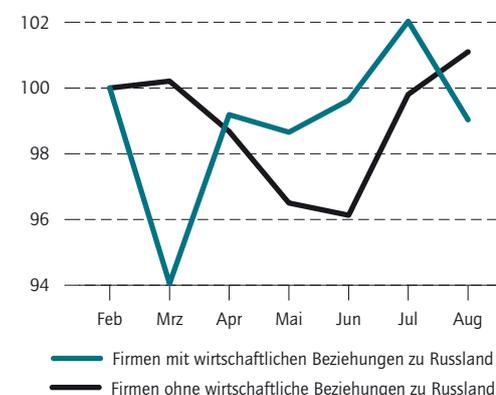
deutlich stärker eingetrübt als bei den übrigen Unternehmen.<sup>62</sup> Seit September divergieren die beiden Unternehmensgruppen auch hinsichtlich ihrer Produktionspläne, Exporterwartungen und dem Auftragsbestand (Abbildung 26). Noch im ersten Halbjahr zeigten sich bei den Unternehmen geringe Unterschiede in der Erwartungshaltung. Lediglich im März – kurz nach Ausbruch der Krimkrise – kam es vorübergehend zu einer Eintrübung der Geschäftserwartungen von in Russland tätigen Unternehmen.

<sup>62</sup> Im Mai und im Juni wurden im Rahmen des ifo Konjunkturtests die Unternehmen im Verarbeitenden Gewerbe befragt, ob sie wirtschaftliche Beziehungen zu Russland unterhalten. Insgesamt nahmen rund 2 500 Industriefirmen Stellung. Die Erhebungsdaten wurden in zwei Gruppen unterteilt: Unternehmen mit und ohne wirtschaftliche Beziehungen zu Russland. Für beide Gruppen wurden ab Februar 2014 die einzelnen abgefragten Variablen jeweils nachgerechnet und auf den Februar indiziert. Die Analyse folgt Seiler, C., Wohlrabe, K. (2014), „Der Einfluss des russisch-ukrainischen Konflikts auf die deutsche Industrie – Ergebnisse einer Sonderumfrage im ifo Konjunkturtest“, ifo Schnelldienst 67 (14), 54–56 und Grimme, C., Seiler, C., Wohlrabe, K. (2014), „Der Konflikt in der Ukraine und der ifo Geschäftsklimaindex“, ifo Schnelldienst, 67(18), 46–48.

Abbildung 28

**Unsicherheit der Produktionserwartungen**

Index Februar 2014 = 100



— Firmen mit wirtschaftlichen Beziehungen zu Russland  
 — Firmen ohne wirtschaftliche Beziehungen zu Russland

Quellen: ifo-Konjunkturtest; Berechnungen der Institute.

© GD Herbst 2014

Dies gilt auch für die wichtigsten deutschen Exportbranchen: Im Kraftfahrzeugsektor haben sich die Geschäftserwartungen von Firmen mit Verbindungen nach Russland im September merklich verschlechtert und sind inzwischen deutlich negativer als die von Unternehmen ohne Russlandbezug. Diese Divergenz zeigt sich auch im Maschinenbau. Die Exporterwartungen von in Russland tätigen Unternehmen in den Sektoren Chemie und Datenverarbeitungsgeräte fielen im September besonders stark (Abbildung 27).

Die Unsicherheit - gemessen als Dispersion der Produktionserwartungen zu einem Zeitpunkt<sup>63</sup> - hat sich seit Februar für beide Unternehmensgruppen jeweils nicht erhöht. Im März und im August fiel sogar jeweils die Unsicherheit der Unternehmen mit Beziehungen nach Russland. Diese Firmen sind pessimistischer geworden, aber nicht unsicherer (Abbildung 28).<sup>64</sup>

Insgesamt zeigt sich, dass die direkt mit den Sanktionen verbundenen (Liefer-)Beschränkungen kurzfristig eher geringe Auswirkungen haben, jedoch die sich im

Zuge des russisch-ukrainischen Konflikts eingetrübten Erwartungen der Unternehmen mittel- bis langfristig die Handelsbeziehungen zu Russland beeinträchtigen dürften.

### Schlussfolgerungen

Für den Rückgang des Bruttoinlandsprodukts im zweiten Quartal sind nach Berechnungen der Institute primär inländische Faktoren verantwortlich. Auf längere Sicht gab es allerdings auch maßgebliche negative Impulse aus dem Ausland; diese scheinen aber im zweiten Quartal in der Summe an Bedeutung verloren zu haben. Insbesondere die Nachfrage aus Frankreich, dem wichtigsten Handelspartner, dämpft die inländische Produktion.

Die ungünstigen außenwirtschaftlichen Einflüsse dürften allerdings wieder zunehmen. Darauf deuten auch die Erwartungen der Unternehmen hin, die sich in den letzten Monaten kontinuierlich und sektorenübergreifend verschlechtert haben. Besonders stark sind seit August die Erwartungen von Unternehmen mit Russlandgeschäft gesunken. Zwar waren bislang die direkten Auswirkungen des russisch-ukrainischen Konflikts gering. Jedoch deutet die eingetrübte Stimmung darauf hin, dass die Folgen des Konflikts die (langfristigen) Geschäftsbeziehungen mit Russland nachhaltig beeinträchtigen, und sich künftig stärker als bislang auf den Handel auswirken.

---

**63** Dieses Maß wird in Bachmann, R., S. Elstner und E. Sims (2013): „Uncertainty and Economic Activity: Evidence from Business Survey Data“, *American Economic Journal: Macroeconomics* 5, 217-249 und in Bachmann, R., Born, B., Elstner, S., Grimme, C. (2013), „Time-Varying Business Volatility, Price Setting, and the Real Effects of Monetary Policy“, CEPR Discussion Paper Nr. 9702 vorgeschlagen.

**64** Für September liegen hier noch keine Werte vor.

---

**GERMAN ECONOMY STAGNATING – NOW IS THE TIME TO STRENGTHEN GROWTH**


---

The German economy will grow by 1.3 percent this year and by 1.2 percent in 2015, predict the economic research institutes involved in the Joint Economic Forecast in their autumn report. According to the report, Germany's economy has cooled down markedly. With economic output falling in the second quarter and stagnating in the third quarter of 2014, the engine for economic growth is proving hard to rev up again. Both domestic and foreign demand is weak: the consumer climate deteriorated recently and companies remain cautious about investment. The moderate pace of growth in the world economy and the low level of economic impetus in the euro area over the forecasting period are also having a negative impact. In this environment the economic research institutes are in favour of strengthening growth and creating more favourable investment conditions. They see financial scope for a more investment-friendly tax system and higher spending on areas that promote growth like physical and human capital.

World production continued to expand at a moderate pace in autumn 2014. The upturn continued in the USA and Great Britain, but contrary to expectations in the spring, a recovery did not take hold in the euro area. Economic activity is heterogeneous in the emerging economies, with China slightly losing pace. Fairly weak world economic expansion was reflected in minimal growth in world trade during the first half of 2014.

Monetary policy orientation in the advanced economies started to differ in 2014 in line with the different business cycle situations. In the USA the main refinancing rate still remains close to zero percent, but it will be raised in spring 2015 if the economic recovery continues. The European Central Bank (ECB), by contrast, dropped its main refinancing rate to 0.05 percent in September and its deposit rate to -0.2 percent. The implementation of targeted, longer-term refinancing operations and the purchasing programmes for covered bonds and asset-backed securities will provide little stimulus for the euro area's economy.

During the forecasting period fiscal policy will remain restrictive in most advanced economies, yet the degree of restriction will continue to ease. Hardly any consolidation is still taking place in the USA. The institutes assume that consolidation efforts in many euro area countries will continue to lag behind what has been negotiated in the

respective stability programmes, although interest rates on government bonds are low, which reduces the interest burden.

The pace of world economic expansion will remain moderate in the forecasting period. The upturn in the USA will continue. It will be supported in particular by monetary and fiscal policy, a gradual recovery in the labour market and lower debt levels of private households. Economic impetus in the euro area will remain weak. There are no signs of the long-awaited recovery

yet, and forecasts have been gradually downwardly adjusted accordingly. Since the world economy is only gradually gaining pace, no major impulses are expected from exports. The conflict involving Russia has further clouded over the economic outlook and will weigh on corporate investment activity.

Companies are also still targeting higher equity ratios; while private households are trying to improve their asset positions. This will dampen demand – although to a declining degree – until the end of the forecast period. There are however, a number of supportive factors: fiscal policy is expected to be far less restrictive than in previous years, and structural deficits will fall more slowly. Asset prices are rising again in many countries and labour markets are stabilising, while exports are benefitting from the lower Euro exchange rate. In those emerging economies that export commodities the outlook remains bleak, since commodity prices are barely expected to rise due to the moderate increase in world industrial production. The growth rate will remain high in China, although rates are expected to decline gradually. Yet, there is the risk of a sudden slump, especially in the real-estate sector, which is particularly important in China, and which has been heated in recent years by excessively high credit expansion. All in all, the institutes expect world production to increase by 2.6 percent in 2014 and by 3 percent in 2015.

The risks to the world economy are significant. This is due to the problems in China's real-estate market, but also to Russia's conflict with the West. Moreover, even greater risks may hide in the balance sheets of the euro area's banks. The ECB's scrutiny of the quality of the banks' assets should provide more details on that score. If legacy issues on the bank balance sheets are not swiftly dealt with, supply-side credit restrictions will continue to exist in several countries of the euro area, which will have a dampening effect on the economy in the longer-term. The weaker price dynamic in the euro area also points to risks. The surprisingly low inflation means that the real burden of old debts is higher than expected. The real financing costs of households and companies will also rise if the nominal interest rates do not fall in line with inflation due to the zero interest cap that has already been reached in the euro area. For the euro area overall, however, no deflation scenario is to be reckoned with at present, as long as there are no signs that mid to long-term inflation expectations are taking off.

The German economy has cooled down. After a strong start to the year, production in the second quarter of 2014 fell by 0.2 percent compared to the previous quarter. The buoyant dynamic at the start of the year due to an unusually mild winter was not expected to last, but the downturn in production was nevertheless unexpected.

Favourable financing conditions, rising capacity utilisation and the confidence expressed in business surveys seemed to suggest that investment would accelerate.

However, an upturn in investment did not occur. On the contrary, the economy has clouded over since the spring. This is reflected in the Ifo Business Climate, which has

deteriorated for five consecutive months since May. Several factors contributed to this deterioration: world economic production expanded at an unexpectedly moderate pace and the euro area's economy, in particular, remains in a weak phase. The economic outlook also deteriorated due to international crises like the simmering Russia-Ukraine conflict and the military conflicts in Syria and Iraq. Moreover, German domestic demand is showing clear signs of weakness. Private consumer spending rose only slightly in the second quarter and the consumer climate deteriorated in recent months. Consequently, corporate investment fell in the second quarter and there is hardly any evidence to suggest that this cautious approach to investment will change in the near future.

Against this background, the economic outlook for Germany remains subdued. Overall economic output is only expected to stagnate in the third quarter. Another drop is expected in industrial production. Leading indicators suggest that growth will remain weak until the end of the year. Accordingly, incoming orders were lower on average in the months of July and August than in the second quarter. All in all, GDP in 2014 is expected to rise by 1.3 percent. The 68 percent projection interval ranges from 1.1 percent to 1.5 percent. Stagnation in the second half of the year means that the capacity utilisation of the German economy will fall, and the output gap remains negative.

The first signs of a weak economy are appearing in the labour market: the increase in employment has slowed and registered unemployment recently rose slightly. The inflation rate is low. In September consumer prices were 0.8 percent above the previous year's level, which was also partly due to external factors like the decline in energy prices. Consumer price inflation will be 1.0 percent in 2014.

The economic outlook is also subdued due to a headwind from economic policy. Although fiscal policy is providing expansive stimuli in terms of discretionary measures, the pension package and the introduction of a nationwide minimum wage are hampering growth. In addition, the German federal government is not making enough use of its financial scope to invest. All of these factors are having a negative impact on private willingness to invest. It is to be welcomed that the federal government sees fiscal consolidation as particularly important. However, in view of an expected fiscal surplus of 0.3 percent and 0.1 percent in relation to GDP for the years 2014 and 2015, it should certainly be possible to reduce the tax burden.

Monetary policy still aims to have a stimulating effect on the euro area economy. Interest rates in Germany are very

low as a result. However, the measures recently agreed upon are not expected to provide hardly any additional stimuli for the real economy.

Despite slightly expansive fiscal policy and the fact that interest rates will remain low, the output gap will continue to be negative in the years ahead. The increase in production in 2015 will be lower than previously forecast. The institutes expected GDP to increase by 1.2 percent in 2015, which corresponds to a mere 1.0 percent increase when adjusted for calendar effects. The 68 percent projection interval ranges from -0.3 to 2.7 percent.

Exports will only increase haltingly and more slowly than imports, meaning that international trade will make a slightly negative contribution to overall economic expansion. The upturn in domestic demand will accelerate over the course of the year ahead, but corporate spending on equipment and building will only grow gradually due to the less favourable turnover outlook. In addition, despite having negative employment effects, the nationwide minimum wage will increase the total wage bill. However, it lowers company profits and, on balance, real aggregate demand will not be stimulated by the minimum wage since part of the higher costs created by the minimum wage will be passed on to prices. Consumer prices are expected to increase by 1.4 percent in 2015, of which 0.2 percentage points are due to the minimum wage.

The number of unemployed will rise slightly to 56,000 persons on annual average, while the unemployment rate will total 6.8 percent in 2015.

According to this forecast, the uptick in investment activity will be sluggish. For companies, the uncertain sales outlook and the headwind from economic policy appears to outweigh favourable financing conditions. Domestic demand in Germany appears too weak to offset the effects of the deteriorating international trade environment. These are results of the analysis of a Special Chapter that are presented at the end of this report.

In this environment, the main task of economic policy is to strengthen growth and create favourable conditions for investment activity. There is a certain scope for a proactive fiscal policy that will achieve these aims. On the income side this scope should be used to design investment and growth-friendly tax systems, especially via reducing the tax burden. On the expenditure side, public spending should be increased in areas that potentially boost growth – in other words on physical and human capital. However, funds should not be distributed evenly across Länder, as intended by standard Länder entitlements, but tailored to their specific needs and dictated by considerations of efficiency.

JEL: E32, E66, F01

**Keywords:** Business cycle forecast, economic outlook

## HAUPTAGGREGATE DER SEKTOREN

### Jahresergebnisse 2013

Milliarden Euro

Gegenstand der Nachweisung	Gesamte Volkswirtschaft	Kapitalgesellschaften	Staat	Private Haushalte und private Org. o. E.	Übrige Welt
3 = Bruttowertschöpfung	2 525,6	1 693,9	278,6	553,1	
4 - Abschreibungen	502,1	290,1	63,7	148,3	
5 = Nettowertschöpfung <sup>1</sup>	2 023,5	1 403,8	214,9	404,8	-163,3
6 - Geleistete Arbeitnehmerentgelte	1 426,2	1 011,7	217,6	197,0	11,5
7 - Geleistete sonstige Produktionsabgaben	18,5	10,4	0,1	8,1	
8 + Empfangene sonstige Subventionen	23,7	21,8	0,3	1,6	
9 = Betriebsüberschuss/Selbstständigeneinkommen	602,5	403,6	-2,4	201,3	-174,8
10 + Empfangene Arbeitnehmerentgelte	1 428,3			1 428,3	9,4
11 - Geleistete Subventionen	24,7		24,7		5,5
12 + Empfangene Produktions- und Importabgaben	304,5		304,5		4,3
13 - Geleistete Vermögenseinkommen	781,1	687,5	55,5	38,1	189,0
14 + Empfangene Vermögenseinkommen	850,3	409,0	20,5	420,8	119,8
15 = Primäreinkommen (Nettonationaleinkommen)	2 379,8	125,1	242,4	2 012,2	-235,6
16 - Geleistete Einkommen- und Vermögensteuern	326,7	70,2		256,5	6,9
17 + Empfangene Einkommen- und Vermögensteuern	333,3		333,3		0,3
18 - Geleistete Nettosozialbeiträge <sup>2</sup>	580,4			580,4	3,1
19 + Empfangene Nettosozialbeiträge <sup>2</sup>	581,3	115,2	465,4	0,7	2,3
20 - Geleistete monetäre Sozialleistungen	498,2	57,5	439,9	0,7	0,4
21 + Empfangene monetäre Sozialleistungen	492,1			492,1	6,6
22 - Geleistete sonstige laufende Transfers	280,1	146,7	62,0	71,3	42,1
23 + Empfangene sonstige laufende Transfers	237,2	133,0	18,4	85,7	84,9
24 = Verfügbares Einkommen (Ausgabenkonzept)	2 338,2	98,9	557,5	1 681,8	-194,1
25 - Konsumausgaben	2 112,7		541,2	1 571,5	
26 + Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche		-47,2		47,2	
27 = Sparen	225,5	51,7	16,3	157,5	-194,1
28 - Geleistete Vermögenstransfers	32,2	2,7	23,2	6,3	4,0
29 + Empfangene Vermögenstransfers	31,9	13,7	10,4	7,9	4,2
30 - Bruttoinvestitionen	533,5	301,3	61,3	170,9	
31 + Abschreibungen	502,1	290,1	63,7	148,3	
- Nettozugang an nichtprod. Vermögensgütern	-2,3	-1,9	-1,4	0,9	2,3
32 = Finanzierungssaldo	196,1	53,4	7,3	135,5	-196,1
33 <i>Nachrichtlich:</i>					
34 Verfügbares Einkommen (Ausgabenkonzept)	2 338,2	98,9	557,5	1 681,8	-194,1
35 - Geleistete soziale Sachtransfers	347,5		347,5		
36 + Empfangene soziale Sachtransfers	347,5			347,5	
37 = Verfügbares Einkommen (Verbrauchskonzept)	2 338,2	98,9	210,0	2 029,3	-194,1
38 - Konsum <sup>2</sup>	2 112,7		193,7	1 919,0	
39 + Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche		-47,2		47,2	
40 = Sparen	225,5	51,7	16,3	157,5	-194,1

1 Für den Sektor übrige Welt Importe abzügl. Exporte aus der bzw. an die übrige Welt.

2 Für den Sektor Staat Kollektivkonsum, für den Sektor private Haushalte, private Organisationen o. E. Individualkonsum (einschl. Konsumausgaben des Staates für den Individualverbrauch, d.h. einschl. sozialer Sachtransfers).

Quellen: Statistisches Bundesamt; 2014 und 2015 Prognose der Institute.

## HAUPTAGGREGATE DER SEKTOREN

### Jahresergebnisse 2014

Milliarden Euro

Gegenstand der Nachweisung	Gesamte Volkswirtschaft	Kapitalgesellschaften	Staat	Private Haushalte und private Org. o. E.	Übrige Welt
3 = Bruttowertschöpfung	2 606,8	1 747,1	287,9	571,9	
4 - Abschreibungen	513,7	294,9	65,5	153,3	
5 = Nettowertschöpfung <sup>1</sup>	2 093,1	1 452,2	222,4	418,6	-172,8
6 - Geleistete Arbeitnehmerentgelte	1 474,6	1 045,7	224,6	204,2	12,0
7 - Geleistete sonstige Produktionsabgaben	18,7	10,5	0,1	8,2	
8 + Empfangene sonstige Subventionen	24,2	22,4	0,3	1,5	
9 = Betriebsüberschuss/Selbstständigeneinkommen	624,0	418,3	-2,0	207,7	-184,8
10 + Empfangene Arbeitnehmerentgelte	1 476,9			1 476,9	9,7
11 - Geleistete Subventionen	25,2		25,2		5,5
12 + Empfangene Produktions- und Importabgaben	311,9		311,9		4,4
13 - Geleistete Vermögenseinkommen	771,1	683,5	51,6	35,9	188,1
14 + Empfangene Vermögenseinkommen	837,0	405,8	23,1	408,1	122,2
15 = Primäreinkommen (Nettonationaleinkommen)	2 453,5	140,6	256,1	2 056,8	-242,2
16 - Geleistete Einkommen- und Vermögensteuern	336,6	69,0		267,6	7,5
17 + Empfangene Einkommen- und Vermögensteuern	343,8		343,8		0,3
18 - Geleistete Nettosozialbeiträge <sup>2</sup>	596,4			596,4	3,2
19 + Empfangene Nettosozialbeiträge <sup>2</sup>	597,3	116,5	480,0	0,7	2,4
20 - Geleistete monetäre Sozialleistungen	512,9	58,3	453,8	0,7	0,4
21 + Empfangene monetäre Sozialleistungen	506,6			506,6	6,7
22 - Geleistete sonstige laufende Transfers	286,6	150,3	63,8	72,5	42,9
23 + Empfangene sonstige laufende Transfers	243,0	135,1	18,7	89,2	86,5
24 = Verfügbares Einkommen (Ausgabenkonzept)	2 411,7	114,5	581,1	1 716,1	-200,3
25 - Konsumausgaben	2 163,5		562,6	1 600,9	
26 + Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche		-48,3		48,3	
27 = Sparen	248,2	66,2	18,5	163,5	-200,3
28 - Geleistete Vermögenstransfers	32,1	2,7	22,5	6,9	4,9
29 + Empfangene Vermögenstransfers	33,7	15,0	11,0	7,7	3,3
30 - Bruttoinvestitionen	561,5	316,2	66,1	179,2	
31 + Abschreibungen	513,7	294,9	65,5	153,3	
- Nettozugang an nichtprod. Vermögensgütern	-2,5	-2,0	-1,4	0,9	2,5
32 = Finanzierungssaldo	204,4	59,1	7,8	137,5	-204,4
33 <i>Nachrichtlich:</i>					
34 Verfügbares Einkommen (Ausgabenkonzept)	2 411,7	114,5	581,1	1 716,1	-200,3
35 - Geleistete soziale Sachtransfers	364,5		364,5		
36 + Empfangene soziale Sachtransfers	364,5			364,5	
37 = Verfügbares Einkommen (Verbrauchskonzept)	2 411,7	114,5	216,6	2 080,6	-200,3
38 - Konsum <sup>2</sup>	2 163,5		198,1	1 965,4	
39 + Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche		-48,3		48,3	
40 = Sparen	248,2	66,2	18,5	163,5	-200,3

1 Für den Sektor übrige Welt Importe abzügl. Exporte aus der bzw. an die übrige Welt.

2 Für den Sektor Staat Kollektivkonsum, für den Sektor private Haushalte, private Organisationen o. E. Individualkonsum (einschl. Konsumausgaben des Staates für den Individualverbrauch, d.h. einschl. sozialer Sachtransfers).

Quellen: Statistisches Bundesamt; 2014 und 2015 Prognose der Institute.

## HAUPTAGGREGATE DER SEKTOREN

### Jahresergebnisse 2015

Milliarden Euro

Gegenstand der Nachweisung	Gesamte Volkswirtschaft	Kapitalgesellschaften	Staat	Private Haushalte und private Org. o. E.	Übrige Welt
3 = Bruttowertschöpfung	2 684,8	1 807,2	296,4	581,2	
4 - Abschreibungen	525,5	299,3	67,4	158,8	
5 = Nettowertschöpfung <sup>1</sup>	2 159,3	1 507,9	229,0	422,3	-168,9
6 - Geleistete Arbeitnehmerentgelte	1 527,2	1 083,3	230,9	213,0	12,5
7 - Geleistete sonstige Produktionsabgaben	20,0	11,2	0,1	8,7	
8 + Empfangene sonstige Subventionen	24,3	22,5	0,3	1,5	
9 = Betriebsüberschuss/Selbstständigeneinkommen	636,5	435,9	-1,6	202,2	-181,4
10 + Empfangene Arbeitnehmerentgelte	1 529,6			1 529,6	10,1
11 - Geleistete Subventionen	25,3		25,3		5,6
12 + Empfangene Produktions- und Importabgaben	319,3		319,3		4,5
13 - Geleistete Vermögenseinkommen	791,0	702,8	51,2	37,0	188,4
14 + Empfangene Vermögenseinkommen	859,0	416,0	22,6	420,4	120,5
15 = Primäreinkommen (Nettonationaleinkommen)	2 528,0	149,0	263,8	2 115,2	-240,4
16 - Geleistete Einkommen- und Vermögensteuern	353,3	71,8		281,5	7,6
17 + Empfangene Einkommen- und Vermögensteuern	360,5		360,5		0,3
18 - Geleistete Nettosozialbeiträge <sup>2</sup>	612,2			612,2	3,4
19 + Empfangene Nettosozialbeiträge <sup>2</sup>	613,1	118,9	493,4	0,7	2,5
20 - Geleistete monetäre Sozialleistungen	530,3	59,8	469,8	0,7	0,4
21 + Empfangene monetäre Sozialleistungen	524,0			524,0	6,8
22 - Geleistete sonstige laufende Transfers	295,3	154,8	66,4	74,0	43,7
23 + Empfangene sonstige laufende Transfers	249,4	138,2	18,9	92,3	89,5
24 = Verfügbares Einkommen (Ausgabenkonzept)	2 483,9	119,8	600,3	1 763,8	-196,3
25 - Konsumausgaben	2 229,1		584,6	1 644,5	
26 + Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche		-49,8		49,8	
27 = Sparen	254,8	70,0	15,7	169,1	-196,3
28 - Geleistete Vermögenstransfers	32,2	2,7	22,6	6,9	4,2
29 + Empfangene Vermögenstransfers	33,1	14,8	10,6	7,7	3,3
30 - Bruttoinvestitionen	584,0	327,9	69,5	186,6	
31 + Abschreibungen	525,5	299,3	67,4	158,8	
- Nettozugang an nichtprod. Vermögensgütern	-2,4	-1,9	-1,4	0,9	2,4
32 = Finanzierungssaldo	199,5	55,4	2,9	141,2	-199,5
33 <i>Nachrichtlich:</i>					
34 Verfügbares Einkommen (Ausgabenkonzept)	2 483,9	119,8	600,3	1 763,8	-196,3
35 - Geleistete soziale Sachtransfers	382,2		382,2		
36 + Empfangene soziale Sachtransfers	382,2			382,2	
37 = Verfügbares Einkommen (Verbrauchskonzept)	2 483,9	119,8	218,1	2 146,0	-196,3
38 - Konsum <sup>2</sup>	2 229,1		202,4	2 026,7	
39 + Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche		-49,8		49,8	
40 = Sparen	254,8	70,0	15,7	169,1	-196,3

1 Für den Sektor übrige Welt Importe abzügl. Exporte aus der bzw. an die übrige Welt.

2 Für den Sektor Staat Kollektivkonsum, für den Sektor private Haushalte, private Organisationen o. E. Individualkonsum (einschl. Konsumausgaben des Staates für den Individualverbrauch, d.h. einschl. sozialer Sachtransfers).

Quellen: Statistisches Bundesamt; 2014 und 2015 Prognose der Institute.

## Die wichtigsten Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung für Deutschland

Vorausschätzung für die Jahre 2014 bis 2015

	2013	2014	2015	2014		2015	
				1.Hj.	2.Hj.	1.Hj.	2.Hj.
<b>1. Entstehung des Inlandsprodukts</b>							
<b>Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr</b>							
Erwerbstätige	0,6	0,8	0,1	0,8	0,8	0,2	0,0
Arbeitsvolumen	-0,3	1,1	0,5	1,5	0,7	0,1	0,8
Arbeitszeit je Erwerbstätigen	-0,9	0,3	0,4	0,7	-0,1	-0,1	0,8
Produktivität <sup>1</sup>	0,4	0,2	0,8	0,2	0,2	0,5	1,0
<b>Bruttoinlandsprodukt, preisbereinigt</b>	<b>0,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>1,8</b>
<b>2. Verwendung des Inlandsprodukts in jeweiligen Preisen</b>							
<b>a) Milliarden Euro</b>							
Konsumausgaben	2 112,7	2 163,5	2 229,1	1 056,3	1 107,2	1 086,1	1 143,0
Private Haushalte <sup>2</sup>	1 571,5	1 600,9	1 644,5	783,3	817,6	801,9	842,5
Staat	541,2	562,6	584,6	273,0	289,6	284,2	300,5
Anlageinvestitionen	554,0	578,8	602,4	278,1	300,7	284,4	318,0
Ausrüstungen	176,1	183,4	191,6	87,3	96,2	89,1	102,5
Bauten	279,2	292,7	304,3	141,0	151,8	143,7	160,6
Sonstige Anlageinvestitionen	98,8	102,7	106,5	49,9	52,8	51,6	54,8
Vorratsveränderung <sup>3</sup>	-20,5	-17,3	-18,4	-0,3	-17,0	0,3	-18,6
Inländische Verwendung	2 646,2	2 725,0	2 813,1	1 334,1	1 390,9	1 370,8	1 442,3
Außenbeitrag	163,3	172,8	168,9	91,7	81,2	88,9	80,0
Nachrichtlich: in Relation zum BIP in %	5,8	6,0	5,7	6,4	5,5	6,1	5,3
Exporte	1 280,1	1 319,2	1 387,2	650,9	668,3	676,5	710,8
Importe	1 116,9	1 146,3	1 218,3	559,2	587,1	587,6	630,7
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	<b>2 809,5</b>	<b>2 897,8</b>	<b>2 982,0</b>	<b>1 425,8</b>	<b>1 472,0</b>	<b>1 459,6</b>	<b>1 522,4</b>
<b>b) Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr</b>							
Konsumausgaben	2,5	2,4	3,0	2,6	2,2	2,8	3,2
Private Haushalte <sup>2</sup>	2,1	1,9	2,7	2,1	1,6	2,4	3,0
Staat	3,8	3,9	3,9	3,9	4,0	4,1	3,8
Anlageinvestitionen	0,7	4,5	4,1	6,0	3,1	2,3	5,7
Ausrüstungen	-2,5	4,2	4,5	4,7	3,7	2,1	6,6
Bauten	1,9	4,9	4,0	7,6	2,4	1,9	5,8
Sonstige Anlageinvestitionen	3,3	3,9	3,7	3,8	4,0	3,5	3,9
Inländische Verwendung	2,2	3,0	3,2	3,3	2,6	2,7	3,7
Exporte	1,4	3,0	5,2	2,9	3,2	3,9	6,4
Importe	1,4	2,6	6,3	2,3	2,9	5,1	7,4
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	<b>2,2</b>	<b>3,1</b>	<b>2,9</b>	<b>3,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>	<b>3,4</b>
<b>3. Verwendung des Inlandsprodukts, verkettete Volumenangaben (Referenzjahr 2010)</b>							
<b>a) Milliarden Euro</b>							
Konsumausgaben	2 007,7	2 025,1	2 051,3	994,9	1 030,3	1 005,7	1 045,7
Private Haushalte <sup>2</sup>	1 500,6	1 513,3	1 534,5	741,6	771,7	749,9	784,6
Staat	507,0	511,8	516,9	253,2	258,6	255,7	261,2
Anlageinvestitionen	525,8	542,6	557,2	260,9	281,7	263,4	293,9
Ausrüstungen	173,6	180,2	187,6	85,4	94,9	86,9	100,7
Bauten	258,4	266,9	272,5	129,0	137,9	129,1	143,4
Sonstige Anlageinvestitionen	93,6	95,3	97,1	46,4	48,9	47,2	49,8
Inländische Verwendung	2 509,5	2 548,7	2 588,4	1 256,9	1 291,7	1 270,7	1 317,7
Exporte	1 229,1	1 268,6	1 324,4	626,6	642,0	647,2	677,3
Importe	1 056,3	1 100,6	1 163,2	535,6	565,1	561,8	601,4
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	<b>2 681,6</b>	<b>2 715,5</b>	<b>2 748,6</b>	<b>1 347,5</b>	<b>1 368,0</b>	<b>1 355,5</b>	<b>1 393,1</b>
<b>b) Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr</b>							
Konsumausgaben	0,8	0,9	1,3	1,0	0,8	1,1	1,5
Private Haushalte <sup>2</sup>	0,8	0,8	1,4	1,0	0,7	1,1	1,7
Staat	0,7	0,9	1,0	0,9	1,0	1,0	1,0
Anlageinvestitionen	-0,7	3,2	2,7	4,7	1,9	0,9	4,3
Ausrüstungen	-2,7	3,8	4,1	4,4	3,4	1,8	6,2
Bauten	-0,1	3,3	2,1	5,9	0,9	0,1	3,9
Sonstige Anlageinvestitionen	1,3	1,8	1,9	1,6	2,0	1,7	2,0
Inländische Verwendung	0,7	1,6	1,6	1,9	1,2	1,1	2,0
Exporte	1,6	3,2	4,4	3,4	3,0	3,3	5,5
Importe	3,1	4,2	5,7	4,3	4,1	4,9	6,4
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	<b>0,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>1,8</b>

**noch: Die wichtigsten Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung für Deutschland**

Vorausschätzung für die Jahre 2014 bis 2015

	2013	2014	2015	2014		2015	
				1.Hj.	2.Hj.	1.Hj.	2.Hj.
<b>4. Preisniveau der Verwendungsseite des Inlandsprodukts (2010 = 100)</b>							
<b>Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr</b>							
Private Konsumausgaben <sup>2</sup>	1,3	1,0	1,3	1,1	1,0	1,3	1,4
Konsumausgaben des Staates	3,1	3,0	2,9	3,0	3,0	3,1	2,7
Anlageinvestitionen	1,4	1,2	1,3	1,3	1,2	1,3	1,4
Ausrüstungen	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,4
Bauten	2,0	1,5	1,8	1,6	1,5	1,8	1,8
Exporte	-0,2	-0,2	0,7	-0,5	0,1	0,6	0,8
Importe	-1,6	-1,5	0,6	-1,9	-1,1	0,2	0,9
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>1,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,6</b>
<b>5. Einkommensentstehung und -verteilung</b>							
<b>a) Milliarden Euro</b>							
Primäreinkommen der privaten Haushalte <sup>2</sup>	2012,2	2056,8	2115,2	1015,2	1041,6	1039,2	1076,0
Sozialbeiträge der Arbeitgeber	262,8	271,1	279,3	131,2	139,9	134,9	144,4
Bruttolöhne und -gehälter	1165,5	1205,8	1250,4	576,5	629,3	595,7	654,7
Übrige Primäreinkommen <sup>4</sup>	583,9	579,9	585,6	307,5	272,4	308,6	276,9
Primäreinkommen der übrigen Sektoren	367,5	396,7	412,8	180,1	216,6	184,7	228,1
<b>Nettonationaleinkommen (Primäreinkommen)</b>	<b>2379,8</b>	<b>2453,5</b>	<b>2528,0</b>	<b>1195,3</b>	<b>1258,2</b>	<b>1223,8</b>	<b>1304,2</b>
Abschreibungen	502,1	513,7	525,5	255,4	258,2	261,3	264,2
<b>Bruttonationaleinkommen</b>	<b>2881,9</b>	<b>2967,2</b>	<b>3053,5</b>	<b>1450,8</b>	<b>1516,4</b>	<b>1485,1</b>	<b>1568,3</b>
<i>nachrichtlich:</i>							
Volkseinkommen	2099,9	2166,9	2234,0	1052,7	1114,2	1076,8	1157,2
Unternehmens- und Vermögenseinkommen	671,6	689,9	704,4	344,9	345,0	346,3	358,1
Arbeitnehmerentgelt	1428,3	1476,9	1529,6	707,8	769,2	730,5	799,1
<b>b) Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr</b>							
Primäreinkommen der privaten Haushalte <sup>2</sup>	2,1	2,2	2,8	2,7	1,8	2,4	3,3
Sozialbeiträge der Arbeitgeber	1,9	3,2	3,0	3,1	3,2	2,8	3,2
Bruttolöhne und -gehälter	3,0	3,5	3,7	3,8	3,1	3,3	4,0
Bruttolöhne und -gehälter je Beschäftigten	2,1	2,5	3,6	2,8	2,3	3,1	4,1
Übrige Primäreinkommen <sup>4</sup>	0,6	-0,7	1,0	0,4	-1,9	0,4	1,7
Primäreinkommen der übrigen Sektoren	1,7	7,9	4,1	7,8	8,1	2,5	5,3
<b>Nettonationaleinkommen (Primäreinkommen)</b>	<b>2,1</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>	<b>3,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,4</b>	<b>3,7</b>
Abschreibungen	2,3	2,3	2,3	2,2	2,4	2,3	2,3
<b>Bruttonationaleinkommen</b>	<b>2,1</b>	<b>3,0</b>	<b>2,9</b>	<b>3,2</b>	<b>2,7</b>	<b>2,4</b>	<b>3,4</b>
<i>nachrichtlich:</i>							
Volkseinkommen	2,2	3,2	3,1	3,5	2,9	2,3	3,9
Unternehmens- und Vermögenseinkommen	0,9	2,7	2,1	3,1	2,4	0,4	3,8
Arbeitnehmerentgelt	2,8	3,4	3,6	3,7	3,2	3,2	3,9
<b>6. Einkommen und Einkommensverwendung der privaten Haushalte<sup>2</sup></b>							
<b>a) Milliarden Euro</b>							
Masseneinkommen	1175,6	1212,4	1254,9	583,9	628,6	604,7	650,2
Nettolöhne und -gehälter	777,2	801,1	829,9	379,6	421,5	391,9	438,0
Monetäre Sozialleistungen	492,1	506,6	524,0	251,7	254,9	262,5	261,5
abz. Abgaben auf soziale Leistungen, verbrauchsnahe Steuern	93,7	95,3	99,0	47,5	47,9	49,7	49,3
Übrige Primäreinkommen <sup>4</sup>	583,9	579,9	585,6	307,5	272,4	308,6	276,9
Sonstige Transfers (Saldo) <sup>5</sup>	-77,7	-76,2	-76,7	-38,4	-37,8	-39,0	-37,7
<b>Verfügbares Einkommen</b>	<b>1681,8</b>	<b>1716,1</b>	<b>1763,8</b>	<b>853,0</b>	<b>863,1</b>	<b>874,4</b>	<b>889,4</b>
<i>Nachrichtlich:</i>							
Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	47,2	48,3	49,8	23,8	24,5	24,5	25,2
Konsumausgaben	1571,5	1600,9	1644,5	783,3	817,6	801,9	842,5
Sparen	157,5	163,5	169,1	93,5	70,0	96,9	72,2
Sparquote (%) <sup>6</sup>	9,1	9,3	9,3	10,7	7,9	10,8	7,9
<b>b) Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr</b>							
Masseneinkommen	2,6	3,1	3,5	2,9	3,3	3,6	3,4
Nettolöhne und -gehälter	2,8	3,1	3,6	3,5	2,7	3,3	3,9
Monetäre Sozialleistungen	2,4	3,0	3,4	1,6	4,3	4,3	2,6
abz. Abgaben auf soziale Leistungen, verbrauchsnahe Steuern	2,9	1,7	3,8	0,6	2,9	4,8	2,9
Übrige Primäreinkommen <sup>4</sup>	0,6	-0,7	1,0	0,4	-1,9	0,4	1,7
<b>Verfügbares Einkommen</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,8</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>2,5</b>	<b>3,0</b>
Konsumausgaben	2,1	1,9	2,7	2,1	1,6	2,4	3,0
Sparen	-1,3	3,8	3,4	3,2	4,7	3,7	3,0

## noch: Die wichtigsten Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung für Deutschland

Vorausschätzung für die Jahre 2014 bis 2015

	2013	2014	2015	2014		2015	
				1.Hj.	2.Hj.	1.Hj.	2.Hj.
<b>7. Einnahmen und Ausgaben des Staates<sup>7</sup></b>							
<b>a) Milliarden Euro</b>							
<b>Einnahmen</b>							
Steuern	637,9	655,7	679,9	329,5	326,2	342,9	336,9
Nettosozialbeiträge	465,4	480,0	493,4	233,7	246,3	239,7	253,7
Vermögenseinkommen	20,5	23,1	22,6	14,1	9,0	13,5	9,0
Sonstige Transfers	18,4	18,7	18,9	9,1	9,6	9,2	9,7
Vermögenstransfers	10,4	11,0	10,6	5,3	5,7	5,0	5,6
Verkäufe	95,8	97,7	100,3	45,1	52,5	46,3	54,0
Sonstige Subventionen	0,3	0,3	0,3	0,1	0,2	0,1	0,2
<b>Insgesamt</b>	<b>1 248,6</b>	<b>1 286,6</b>	<b>1 325,9</b>	<b>636,9</b>	<b>649,6</b>	<b>656,7</b>	<b>669,2</b>
<b>Ausgaben</b>							
Vorleistungen <sup>8</sup>	358,5	372,4	388,6	179,0	193,5	186,8	201,8
Arbeitnehmerentgelt	217,6	224,6	230,9	107,4	117,2	110,8	120,1
Vermögenseinkommen (Zinsen)	55,5	51,6	51,2	26,0	25,7	24,0	27,2
Subventionen	24,7	25,2	25,3	12,4	12,8	12,5	12,8
Monetäre Sozialleistungen	439,9	453,8	469,8	225,5	228,4	235,6	234,2
Sonstige laufende Transfers	62,0	63,8	66,4	34,5	29,3	35,9	30,5
Vermögenstransfers	23,2	22,4	22,6	8,6	13,9	8,7	13,9
Bruttoinvestitionen	61,3	66,1	69,5	28,2	38,0	29,2	40,3
Nettozugang an nichtprod. Vermögensgütern	-1,4	-1,4	-1,4	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
<b>Insgesamt</b>	<b>1 241,4</b>	<b>1 278,8</b>	<b>1 323,0</b>	<b>620,8</b>	<b>657,9</b>	<b>642,8</b>	<b>680,3</b>
Finanzierungssaldo	7,3	7,8	2,9	16,1	-8,3	14,0	-11,1
<b>b) Veränderung in % gegenüber dem Vorjahr</b>							
<b>Einnahmen</b>							
Steuern	2,9	2,8	3,7	3,0	2,6	4,1	3,3
Nettosozialbeiträge	2,4	3,2	2,8	3,4	2,9	2,6	3,0
Vermögenseinkommen	-4,6	12,6	-2,1	24,5	-1,9	-3,8	0,5
Sonstige Transfers	0,4	1,5	0,9	2,2	0,8	0,9	0,8
Vermögenstransfers	-5,9	6,1	-4,2	11,3	1,7	-6,9	-1,6
Verkäufe	4,1	2,0	2,7	0,9	2,8	2,6	2,8
Sonstige Subventionen	-	-	-	-	-	-	-
<b>Insgesamt</b>	<b>2,6</b>	<b>3,0</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>2,6</b>	<b>3,1</b>	<b>3,0</b>
<b>Ausgaben</b>							
Vorleistungen <sup>8</sup>	4,7	3,9	4,3	3,8	4,0	4,4	4,3
Arbeitnehmerentgelt	2,3	3,2	2,8	2,9	3,5	3,2	2,4
Vermögenseinkommen (Zinsen)	-11,5	-7,0	-0,8	-9,3	-4,6	-7,7	6,1
Subventionen	1,4	2,1	0,4	3,4	0,8	0,4	0,5
Monetäre Sozialleistungen	2,4	3,2	3,5	1,7	4,6	4,5	2,6
Sonstige laufende Transfers	13,8	2,8	4,2	2,4	3,3	4,1	4,4
Vermögenstransfers	-16,4	-3,2	0,8	-11,0	2,4	1,5	0,4
Bruttoinvestitionen	0,5	7,8	5,0	16,5	2,2	3,6	6,1
Nettozugang an nichtprod. Vermögensgütern	-	-	-	-	-	-	-
<b>Insgesamt</b>	<b>2,3</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>	<b>2,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>

1 Preisbereinigtes Bruttoinlandsprodukt je Erwerbstätigenstunde.

2 Einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

3 Einschließlich Nettozugang an Wertsachen.

4 Selbstständigeneinkommen/Betriebsüberschuss sowie empfangene abzüglich geleistete Vermögenseinkommen.

5 Empfangene abzüglich geleistete sonstige Transfers.

6 Sparen in % des verfügbaren Einkommens (einschließlich der Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche).

7 Gebietskörperschaften und Sozialversicherung.

8 Einschließlich sozialer Sachleistungen und sonstiger Produktionsabgaben.

Quellen: Statistisches Bundesamt (Fachserie 18: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen); Berechnungen der Institute; 2014 II. Halbjahr und 2015: Prognose der Institute.



Dr. Ferdinand Fichtner, Leiter  
der Abteilung Konjunkturpolitik  
am DIW Berlin

## SIEBEN FRAGEN AN FERDINAND FICHTNER

# »Konjunkturschwäche der deutschen Wirtschaft könnte länger Bestand haben«

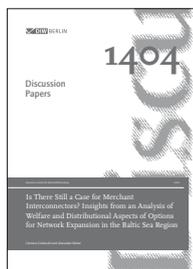
1. Herr Fichtner, die deutsche Wirtschaft konnte gut in dieses Jahr starten. Dann ließ der Schwung nach. Muss sich die deutsche Wirtschaft jetzt auf einen ungemütlichen Winter einstellen? Tatsächlich ist es so, dass die Wachstumsdynamik nach dem starken ersten Quartal enttäuscht hat. Das zweite Quartal war deutlich negativ, und im dritten Quartal werden wir wahrscheinlich ein Nullwachstum verzeichnen. Im vierten Quartal geht es dann allmählich wieder leicht aufwärts. Allerdings ist der Gegenwind, sowohl was die binnenwirtschaftlichen Antriebskräfte als auch die Weltwirtschaft angeht, doch ganz erheblich.
2. Mit welchen Zahlen rechnet die Gemeinschaftsdiagnose für die Zukunft? Wir gehen davon aus, dass für dieses Jahr eine Wachstumsrate von 1,3 Prozent erreicht wird. Nächstes Jahr werden es dann 1,2 Prozent sein. Allerdings hat das nächste Jahr deutlich mehr Arbeitstage als das laufende Jahr 2014. Würde man das berücksichtigen, wären es im nächsten Jahr eigentlich nur 1,0 Prozent Wachstum.
3. Bislang stützte sich das Wachstum der deutschen Wirtschaft auf eine günstige binnenwirtschaftliche Entwicklung und die Stärke der Exportwirtschaft. Gilt das weiterhin, oder haben sich die Gewichte verschoben? Die deutsche Wirtschaft ist beispielsweise durch die Krise im Euroraum schon seit längerem in ihrer wirtschaftlichen Dynamik beeinträchtigt, weil dadurch die Exporte schwächer laufen, als man es normalerweise gewohnt ist. Tatsächlich hat sich jetzt die Entwicklung im Euroraum noch schlechter dargestellt, als wir es vielleicht vor einem halben Jahr gehofft haben. Insbesondere Frankreich und Italien, zwei sehr wichtige Länder, sind nur sehr schwach gewachsen. Das ist schlecht für die deutschen Exporte, mit der Konsequenz, dass noch mehr Kraft aus der Binnenwirtschaft kommen muss. Die ist allerdings auch nur begrenzt dazu in der Lage, weil wir gerade bei den Investitionen mittlerweile doch eine ganz erhebliche Zurückhaltung der Unternehmen sehen.
4. Wie lange wird sich die Konjunkturschwäche Ihrer Meinung nach hinziehen? Es sieht so aus, als könnte diese Schwäche etwas länger Bestand haben. Bis zum Ende dieses Jahres wird nicht mehr viel passieren, und auch Anfang des kommenden Jahres wird die wirtschaftliche Dynamik gedämpft sein. Es ist also schon eine ausgeprägte Schwächephase, die die deutsche Wirtschaft zurzeit durchläuft, und nicht nur ein Dämpfer in den Sommermonaten.
5. Welche Folgen hat das für den deutschen Arbeitsmarkt? Wir erwarten für nächstes Jahr etwa 50 000 Arbeitslose mehr in Deutschland. Das ist angesichts der insgesamt sehr robusten Situation am Arbeitsmarkt nicht besonders dramatisch, zumal wir in Deutschland mit der Einführung des Mindestlohns eine Belastung für den Arbeitsmarkt haben.
6. Wie sieht es bei den Verbraucherpreisen aus? Die Preisdynamik ist ausgesprochen schwach. Zurzeit haben wir eine Inflationsrate von 0,7 Prozent, die auch bis zum Jahresende nur wenig ansteigen wird. Wir erwarten für den Jahresdurchschnitt eine Inflationsrate von 1,0 Prozent, nächstes Jahr werden es dann wieder 1,4 Prozent sein. Das liegt daran, dass dieses Jahr die Inflationsrate vor allem durch die rückläufigen Energiepreise gedämpft wird.
7. Insgesamt ist die geopolitische Situation aktuell von schweren Konflikten geprägt. Welche Risiken birgt das für die deutsche Wirtschaft? Die Krisen, beispielsweise um die Ukraine und Russland, aber natürlich auch die politischen Spannungen im Nahen Osten, gehen nach unserer Einschätzung zu Lasten der deutschen Wirtschaft. Dieses unsichere Umfeld belastet die Investitionsnachfrage nicht nur in Deutschland, sondern auch im restlichen Euroraum, mit der Konsequenz, dass die deutschen Unternehmen, die nun mal zu einem wesentlichen Teil Maschinen produzieren, an Export- und Absatzmöglichkeiten verlieren. Es ist jedoch unglaublich schwer, das zu quantifizieren.

Das Gespräch führte Erich Wittenberg.



Das vollständige Interview zum Anhören finden  
Sie auf [www.diw.de/interview](http://www.diw.de/interview)

Discussion Papers Nr. 1404  
2014 | Clemens Gerbaulet and Alexander Weber



## Is There Still a Case for Merchant Interconnectors? Insights from an Analysis of Welfare and Distributional Aspects of Options for Network Expansion in the Baltic Sea Region

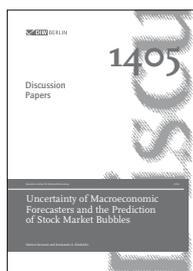
Despite the ongoing appetite of financial investors for merchant investments into the European electricity network, the EC is reluctant to approve such undertakings, thus implicitly favoring regulated investments. Based on a two-level model, we analyze the impact of profit-maximizing merchant transmission investment as compared to welfare-maximizing regulated transmission investment. We apply the model to the Baltic Sea region, which has in the past been subject to rapid interconnector development and still would benefit from increased interconnection. We obtain stable results indicating that merchant investment may well contribute to overall welfare, but at the same time, "the merchant takes it all", i.e. in many cases merchant profits are close to the overall efficiency gain, and sometimes even higher. These results underline that that distributional aspects, besides mere welfare arguments should be taken into account when analyzing the impact of merchant transmission investment.

[www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere](http://www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere)



---

Discussion Papers Nr. 1405  
2013 | Helmut Herwartz and Konstantin A. Kholodilin



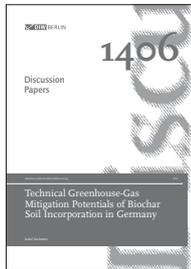
## Uncertainty of Macroeconomic Forecasters and the Prediction of Stock Market Bubbles

We assess the contribution of macroeconomic uncertainty—approximated by the dispersion of the real GDP survey forecasts—to the ex post and ex ante prediction of stock price bubbles. For a panel of six OECD economies covering 24 years, two alternative binary chronologies of bubble periods are determined and subjected to panel logit regressions conditioning on macroeconomic indicators and expectation uncertainty. Measures of macroeconomic uncertainty improve the ex ante signalling of stock price booms and bubbles.

[www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere](http://www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere)



Discussion Papers Nr. 1406  
2014 | Isabel Teichmann



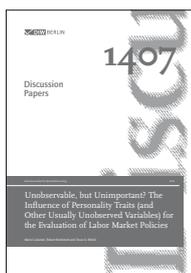
## Technical Greenhouse-Gas Mitigation Potentials of Biochar Soil Incorporation in Germany

Biochar is a carbon-rich solid obtained from the heating of biomass in the (near) absence of oxygen in a process called pyrolysis. Its deployment in soils is increasingly discussed as a promising means to sequester carbon in soils and, thus, to help mitigate climate change. For a wide range of feedstocks and scenarios and against the baseline of conventional feedstock management, we calculate the technical greenhouse-gas mitigation potentials of slow-pyrolysis biochar in 2015, 2030 and 2050 when the biochar is incorporated into agricultural soils in Germany and when the by-products from biochar production – pyrolysis oils and gases – are used as renewable sources of energy. Covering the greenhouse gases carbon dioxide, methane and nitrous oxide, our analysis reveals that biochar allows for an annual technical greenhouse-gas mitigation potential in Germany in the range of 2.8–10.2 million tonnes of carbon-dioxide equivalents by 2030 and 2.9–10.6 million tonnes of carbon-dioxide equivalents by 2050. This corresponds to approximately 0.4–1.5% and 0.3–1.1% of the respective German greenhouse-gas reduction targets in 2030 and 2050.

[www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere](http://www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere)



Discussion Papers Nr. 1407  
2013 | Marco Caliendo, Robert Mahlstedt and Oscar A. Mitnik



## Unobservable, but Unimportant? The Influence of Personality Traits (and Other Usually Unobserved Variables) for the Evaluation of Labor Market Policies

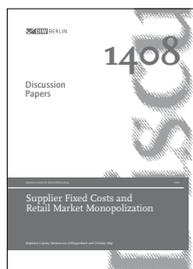
Many commonly used treatment effects estimators rely on the unconfoundedness assumption ("selection on observables") which is fundamentally non-testable. When evaluating the effects of labor market policies, researchers need to observe variables that affect both treatment participation and labor market outcomes. Even though in many countries it is possible to access (very) informative administrative data, concerns about the validity of the unconfoundedness assumption remain. The main concern is that the observed characteristics of the individuals may not be enough to properly address potential selection bias. This is especially relevant in light of the research on the influence of personality traits and attitudes on economic outcomes. We exploit a unique dataset that contains a rich set of administrative information on individuals entering unemployment in Germany, as well as several usually unobserved characteristics like personality traits, attitudes, expectations, and job search behavior. This allows us to empirically assess how estimators based on the unconfoundedness assumption perform when alternatively including or not these usually unobserved variables. Our findings indicate that these variables play a significant role for selection into treatment and labor market outcomes, but do not make for the most part a significant difference in the estimation of treatment effects, compared to specifications that include detailed labor market histories. This suggests that rich administrative data may be good enough to draw policy conclusions on the effectiveness of active labor market policies.

[www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere](http://www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere)



Discussion Papers Nr. 1408

2014 | Stéphane Caprice, Vanessa von Schlippenbach and Christian Wey



## Supplier Fixed Costs and Retail Market Monopolization

Considering a vertical structure with perfectly competitive upstream firms that deliver a homogenous good to a differentiated retail duopoly, we show that upstream fixed costs may help to monopolize the downstream market. We find that downstream prices increase in upstream firms' fixed costs when both intra- and interbrand competition exist. Our findings contradict the common wisdom that fixed costs do not affect market outcomes.

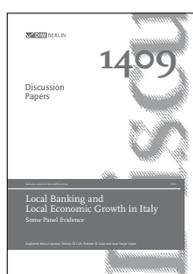
[www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere](http://www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere)



---

Discussion Papers Nr. 1409

2013 | Guglielmo Maria Caporale, Stefano Di Colli, Roberto Di Salvo and Juan Sergio Lopez



## Local Banking and Local Economic Growth in Italy: Some Panel Evidence

This paper provides new evidence on the contribution of local banking to local economic growth (i. e. at county level – the Italian "province") in Italy. A comprehensive dataset is used, which includes control variables for social capital and human capital as well as indicators of the quality of local infrastructures and the production structure of the local economy. A linear within-estimator technique with fixed effects is applied to a modified version of the so-called Barro regression (Cecchetti and Karrhoubi, 2013) in order to address the well-known econometric issues of reverse causality and estimation bias resulting from unobserved district-specific influences.

[www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere](http://www.diw.de/publikationen/diskussionspapiere)





Prof. Dr. Christian von Hirschhausen ist Forschungsprofessor am DIW Berlin. Der Beitrag gibt die Meinung des Autors wieder.

# Ein Atomkraftwerk in Hinkley Point: Das Ende des europäischen Binnenmarkts?

---

Die jüngste Entscheidung der Europäischen Kommission, die Subventionierung des Baus eines neuen Atomkraftwerks in Großbritannien, am Standort Hinkley Point, durchzuwinkeln und nicht wegen unerlaubter staatlicher Beihilfe zu stoppen, könnte der Sargnagel für den seit langem beschworenen europäischen Energiebinnenmarkt sein. Viele Anhänger der Idee dieses Binnenmarkts dürften durch diese Entscheidung vergrault werden. Denn tatsächlich ist die Begründung, mit der die EU-Kommission grünes Licht für den ersten Neubau eines Atomkraftwerks im Vereinigten Königreich seit mehreren Jahrzehnten gibt, an Absurdität nicht zu übertreffen: Es liege ein „Marktversagen“ vor, welches es angeblich trotz guter Rahmenbedingungen nicht erlaube, das Atomkraftwerk regulär zu finanzieren. Dabei wurde nicht nur vernachlässigt, dass die Subventionen – darunter eine über 35 Jahre garantierte Zahlung – wesentlich über der Unterstützung anderer Technologien liegen, sogar über der für erneuerbare Energien. Auch vernachlässigt die Entscheidung die Tatsache, dass seit der Zündung der ersten Atombombe im Jahr 1945 unter wettbewerblichen Marktbedingungen weltweit kein einziges Atomkraftwerk gebaut worden wäre. Dass ein Konsortium aus dem französischen Staatskonzern *Électricité de France (EdF)* und einem chinesischen Energiefonds zu dieser Regel eine Ausnahme darstellen sollte, ist eher unplausibel.

Dennoch ist der Reflex, die europäische Energiepolitik jetzt in Bausch und Bogen zu verdammen, falsch. Zum einen bedeutet die Entscheidung keineswegs, dass ausgerechnet

die teuerste und gefährlichste aller Energietechnologien tatsächlich auch zur Anwendung kommt. Mit den beiden laufenden Atomneubauprojekten in Frankreich und Finnland hat sich die Industrie durch Fehlplanungen und Zeitverzögerungen dermaßen vertan, dass vor deren Fertigstellung, die seit Jahren regelmäßig weiter in die Zukunft verschoben wird (und nun etwa für das Jahr 2020 erwartet wird), keine Entscheidung für einen weiteren Neubau fallen dürfte. Auch wird wohl die von der österreichischen Regierung angekündigte Klage gegen die Entscheidung der EU-Kommission erfolgreich sein – schließlich ist der Subventionstatbestand sonnenklar.

Vor allem bedarf es aber auch in Zukunft einer europäischen Koordinierung energie- und klimapolitischer Ziele, bezüglich derer in der kommenden Zeit wichtige Entscheidungen anstehen, etwa zur Reduktion der Treibhausgase, dem Anteil erneuerbarer Energieträger sowie der Energieeffizienz. Des Weiteren gibt es durchaus Fortschritte bei der europäischen Energiepolitik, so bei der grenzüberschreitenden Koordinierung von Strommärkten und der Planung des Netzausbaus. Darüber hinaus darf man nicht vergessen, dass auch die deutsche Energiewirtschaft und die Verbraucher von den europäischen Binnenmarktreformen „top down“ der 90er Jahre profitiert haben, unter anderem durch das Aufbrechen monopolistischer Strukturen und der vertikalen Trennung der Stromnetzbetreiber. Ohne Europa wäre die Energiewende undenkbar gewesen!