

Torsten Schmidt, Boris Blagov, Roland Döhrn, Daniela Grozea-Helmenstein, Philipp Jäger, Martin Micheli, Svetlana Rujin

### **Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland: Leichte Dämpfer für die Weltwirtschaft<sup>1</sup>**

#### **Kurzfassung**

*Der weltwirtschaftliche Aufschwung hat sich im vergangenen Jahr deutlich verstärkt. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften wurden der private Konsum und die Exporte kräftig ausgeweitet. Die Belegung des Welthandels ging mit einer Zunahme der Nachfrage nach Rohstoffen einher. Die begünstigte insbesondere die rohstoffexportierenden Schwellenländer, die in den vergangenen Jahren unter dem deutlichen Fall der Rohstoffpreisen gelitten hatten. Dadurch hat sich der Kreis der Länder mit einer positiven gesamtwirtschaftlichen Entwicklung im vergangenen Jahr deutlich erhöht.*

*Die Geldpolitik wird im Prognosezeitraum ihren expansiven Kurs voraussichtlich nach und nach zurücknehmen. Für die USA ist sogar zu erwarten, dass angesichts der kräftigen fiskalischen Impulse die Zinsen schneller angehoben werden als dies noch Ende vergangenen Jahres zu erwarten war.*

*Für dieses Jahr stehen die Zeichen insgesamt günstig, dass die weltweite Produktion weiter kräftig expandieren wird. Nicht zuletzt dürfte die Steuersenkung in den USA die Nachfrage dort anregen, insbesondere die privaten Investitionen. Allerdings dürfte das rauere handelspolitische Klima, das in der Einführung von Zöllen auf Stahl und Aluminium seitens der USA einen vorläufigen Höhepunkt erreichte, weltweit das Investitionsklima verschlechtern, insbesondere weil das Risiko besteht, dass auch andere Länder handelspolitische Maßnahmen ergreifen und sich der Konflikt auf andere Gütergruppen ausweitet. Aufgrund der derzeitigen Breite des internationalen Aufschwungs dürften die dämpfenden Wirkungen aber vorerst begrenzt bleiben. Alles in allem erwarten wir eine Zunahme der globalen Wirtschaftsleistung um 3,4% (Tabelle 1).*

*Für das kommende Jahr ist ein etwas verlangsamtes Expansionstempo zu erwarten. Vor allem in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften dürften die Notenbanken die Zinsen erhöhen. Zudem dämpfen voraussichtlich die bereits hoch ausgelasteten Kapazitäten zu-*

---

<sup>1</sup> Abgeschlossen am 19.3.2018. Daniela Grozea-Helmenstein ist Mitarbeiterin des Instituts für höhere Studien (IHS) in Wien. Wir danken Christoph M. Schmidt für kritische Hinweise zu einer früheren Fassung des Berichts. Ferner danken wir Horia Bogdan Guias für die Mitarbeit und Silvia Mühlbauer für die technische Unterstützung.

## Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

nehmend den Produktionsanstieg. Angesichts der nach wie vor schwachen Produktivitätsentwicklung ist zu erwarten, dass sich Lohnerhöhungen weiterhin nur schwer durchsetzen lassen. Die weltwirtschaftliche Produktion dürfte dann wohl um 3,2% ausgeweitet werden.

Derzeit dürfte das größte Risiko für die Weltkonjunktur darin bestehen, dass der internationale Warenaustausch zunehmend durch Handelsbarrieren behindert wird. Ein weiteres Risiko resultiert aus der nach wie vor hohen Bewertung von Vermögensiteln. Die bevorstehende geldpolitische Straffung wird zu einer Korrektur dieser Vermögenspreise führen, es besteht aber die Gefahr eines Überschießens. Ein Aufwärtsrisiko resultiert daraus, dass – sofern der Handelskonflikt entschärft wird – die zugrundeliegende konjunkturelle Dynamik weltweit deutlich höher ausfällt als hier unterstellt.

**Tabelle 1**

### Eckwerte zur internationalen Konjunktur

2017 bis 2019; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %

	2017	2018 <sup>P</sup>	2019 <sup>P</sup>
<b>Bruttoinlandsprodukt<sup>1</sup></b>			
Fortgeschrittene Volkswirtschaften	2.3	2.4	2.0
Euro-Raum	2.5	2.4	1.9
USA	2.3	2.7	2.4
Schwellenländer	5.4	5.4	5.3
China	6.9	6.5	6.2
<b>Insgesamt<sup>2</sup></b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>	<b>3.2</b>
<b>Verbraucherpreise</b>			
Fortgeschrittene Volkswirtschaften	1.7	1.8	2.0
Euro-Raum	1.5	1.5	1.7
USA	2.1	2.3	2.5
Schwellenländer	2.9	3.1	3.5
China	1.6	2.0	3.0
<b>Insgesamt<sup>2</sup></b>	<b>2.1</b>	<b>2.3</b>	<b>2.5</b>
<b>Weltwirtschaftliche Produktion<sup>2</sup></b>			
In Kaufkraftparitäten	3,9	4,0	3,8
in Markt-Wechselkursen	3,3	3,4	3,2
<b>Welthandel<sup>3</sup></b>	<b>4,5</b>	<b>4,9</b>	<b>4,0</b>
<b>Rohölpreis (Brent, \$/b)<sup>4</sup></b>	<b>54,8</b>	<b>66,1</b>	<b>67,2</b>
<b>Dollarkurs (\$/€)<sup>4</sup></b>	<b>1,15</b>	<b>1,23</b>	<b>1,23</b>

Eigene Berechnungen nach Angaben der OECD, des IMF, von Eurostat, des CPB und nationalen Statistikämtern. - <sup>P</sup>Prognose. - <sup>1</sup>Real. - <sup>2</sup>Gewichteter Durchschnitt der für diesen Bericht prognostizierten Länder. - <sup>3</sup>Bis 2017: Angaben des CPB. - <sup>4</sup>Jahresdurchschnitte.

# RWI Konjunkturberichte 69 (1)

## Summary

The upswing of the world economy has strengthened considerably over the last year. Private consumption and exports have expanded substantially in the advanced economies. The recovery of the international trade has gone hand in hand with a rise in the commodities demand. This was especially beneficial for the commodity exporting developing countries, which have suffered from a decline in the demand in previous years.

The expansive monetary policy stance should tighten throughout the forecast period. Due to the strong fiscal stimulus in the U.S. it is even to be expected that the interest rates will be raised more quickly than anticipated at the end of the last year.

## International Forecast

2017 to 2019; changes over the previous year, %

	2017	2018 <sup>f</sup>	2019 <sup>f</sup>
<b>Gross Domestic Product<sup>1</sup></b>			
Advanced Economies	2.3	2.4	2.0
Euro Area	2.5	2.4	1.9
USA	2.3	2.7	2.4
Developing Countries	5.4	5.4	5.3
China	6.9	6.5	6.2
<b>Total<sup>2</sup></b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>	<b>3.2</b>
<b>Consumer Prices</b>			
Advanced Economies	1.7	1.8	2.0
Euro Area	1.5	1.5	1.7
USA	2.1	2.3	2.5
Developing Countries	2.9	3.1	3.5
China	1.6	2.0	3.0
<b>Total<sup>2</sup></b>	<b>2.1</b>	<b>2.3</b>	<b>2.5</b>
<b>World Output<sup>2</sup></b>			
based on Purchasing Power Parities	3.9	4.0	3.8
based on market exchange rates	3.3	3.4	3.2
<b>World trade<sup>3</sup></b>	<b>4.5</b>	<b>4.9</b>	<b>4.0</b>
<b>Oil price (Brent, \$/b)<sup>4</sup></b>	<b>54.8</b>	<b>66.1</b>	<b>67.2</b>
<b>Dollar exchange rate (\$/€)<sup>4</sup></b>	<b>1.15</b>	<b>1.23</b>	<b>1.23</b>

RWI calculations based on OECD, IMF, Eurostat, CPB and national data. - <sup>f</sup>Forecast. - <sup>1</sup>In constant prices. - <sup>2</sup>Weighted average of the countries forecasted in this report. - <sup>3</sup>Until 2017: CPB data. - <sup>4</sup>Annual averages.

## Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

---

*For this year we expect that world output will continue to expand considerably. The tax cut in the U.S. should stimulate domestic demand, especially private investment. Nevertheless, the harsh situation in international trade, which sharpened with the announcement of tariffs on steel and aluminium, should have a negative impact on the investment climate. Moreover, there is a risk that the conflict will escalate and affect other countries and spread to different goods. The current scope of the international expansion, however, should attenuate these effects. Overall, we expect an increase of the global economic performance of 3.4%.*

*For the upcoming year, we expect a slight slowdown of the expansionary pace. The central banks in advanced economies are likely to raise the interest rates. Furthermore, the already high capacity utilisation may dampen the expansion increasingly. Given the continued lower pace of technological progress, wage increases are not likely to take hold easily. Therefore, the world output is expected to grow by 3.2%.*

*The biggest risk for the world economy currently is that trade barriers will affect international trade. Another present risk is the continued high valuation of risky assets. The forthcoming tightening of monetary policy should lead to a correction of the respective asset prices, which gives rise to a risk of overshooting. A positive risk for the forecast is that the trade conflict is resolved, which would result in a larger than anticipated strengthening of the economy.*

## 1. Überblick

### 1.1. Aktuelle Lage

Der weltwirtschaftliche Aufschwung hat sich im vergangenen Jahr deutlich verstärkt. Zwar hat sich die Ausweitung der Produktion zum Jahresende etwas verlangsamt. Einiges spricht aber dafür, dass dies nur vorübergehend ist. So ist die verringerte Produktionsausweitung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zu einem nicht unerheblichen Teil auf einen Lagerabbau zurückzuführen. Dagegen wurden wichtige Nachfrageaggregate, wie der private Konsum und insbesondere die Exporte, weiterhin kräftig ausgeweitet. Lediglich in den Schwellenländern hat sich neben der Ausweitung der Inlandsnachfrage auch die Expansion der Exporte etwas abgeschwächt.

Die Belebung des Welthandels geht mit einer Zunahme der Nachfrage nach Rohstoffen einher. Dadurch werden insbesondere die rohstoffexportierenden Schwellenländer begünstigt, die in den vergangenen Jahren unter dem deutlichen Fall der Rohstoffpreisen gelitten hatten. Da auch andere Volkswirtschaften wieder stärker vom Welthandel profitieren, hat sich der Kreis der Länder mit einer positiven gesamtwirtschaftlichen Entwicklung im vergangenen Jahr deutlich erhöht. Dies dürfte mit einer Belebung der Importe einhergehen und so auf die Weltwirtschaft zurückwirken. Ein Anzeichen dafür, dass sich dieser Prozess in diesem Jahr fortsetzt ist der ungewöhnlich starke Anstieg des RWI/ISL-Containerumschlag-Indexes zu Beginn des Jahres.

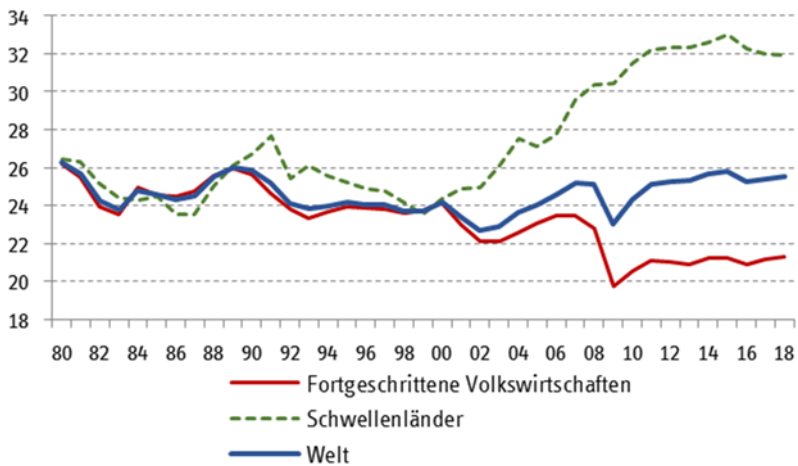
Mit der Belebung des Welthandels scheint sich nun eine weitere Größe zu normalisieren, die sich nach der Großen Rezession außergewöhnlich schwach entwickelt hatte. Da ein beachtlicher Teil des internationalen Warenhandels Investitionsgüter betrifft, weist der kräftigere Welthandel darauf hin, dass nun auch die Investitionen stärker ausgeweitet werden. Wie Schaubild 1 zeigt, war die Nachfrage nach Investitionsgütern – gemessen am Anteil des BIP – seit der Finanzkrise insbesondere in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften deutlich geringer als vorher. Dass der Rückgang der weltweiten Investitionsquote inzwischen wieder wettgemacht wurde, ist allein der weiter steigenden Quote in den Schwellenländern zu verdanken. Dies spricht dafür, dass ein Grund für die relativ schwache Investitionstätigkeit in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften eine Verlagerung der Produktion in die Schwellenländer sein könnte.

Ein weiterer Grund für die niedrigere Investitionsquote in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften dürfte sein, dass die Ausweitung der Beschäftigung vor allem im Dienstleistungssektor stattfand. Dort ist der Bedarf an Sachinvestitionen geringer als im Verarbeitenden Gewerbe. Mittlerweile hat aber wohl die Kapazitätsauslastung

# Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

**Schaubild 1**

**Investitionsquoten in der Welt und ausgewählten Ländergruppen**  
1980 bis 2017, in Prozent



*Eigene Darstellung nach Angaben des IWF; 2017 Prognose des IWF.*

in der Industrie so weit zugenommen, dass die Investitionsbereitschaft tendenziell zunehmen dürfte. So wurden im Verlauf des vergangenen Jahres die privaten Investitionen wieder etwas stärker ausgeweitet.

Um der Investitionstätigkeit weitere Impulse zu geben, wurde in den USA unter anderem die Unternehmensbesteuerung deutlich gesenkt, die Abschreibungsmöglichkeiten für Investitionen deutlich verbessert und die Besteuerung auf das Territorialprinzip umgestellt (vgl. Kasten 1). In Japan wurden ebenfalls weitere Maßnahmen beschlossen, diesmal um die Investitionen in Humankapital zu erhöhen. Die fiskalischen Wirkungen dürften jedoch gering sein. Vielmehr ist aufgrund der für Oktober 2019 angekündigten Anhebung des Mehrwertsteuersatzes eine eher restriktive Ausrichtung zu erwarten. Im Euro-Raum dürfte die Fiskalpolitik angesichts der günstigen konjunkturellen Aussichten weitgehend neutral ausgerichtet sein.

Die Geldpolitik wird im Prognosezeitraum ihren expansiven Kurs voraussichtlich nach und nach zurücknehmen. Für die USA ist sogar zu erwarten, dass angesichts der kräftigen fiskalischen Impulse die Zinsen schneller angehoben werden, als dies noch Ende letzten Jahres zu erwarten war. Angesichts der inzwischen leicht positiven Produktionslücke und der knapper werdenden Arbeitskräfte dürften die fiskalischen

Impulse den Preissauftrieb verstärken. Viele Schwellenländer werden diesem Beispiel wohl folgen und angesichts der guten Konjunktur die geldpolitischen Zügel allmählich straffen. So wird die chinesische Notenbank ihren Kurs der monetären Strafung voraussichtlich fortsetzen. Dem gegenüber dürften die Bank von Japan und die EZB ihren lockeren Kurs noch einige Zeit beibehalten. In diesen Währungsräumen sind die Teuerungsraten noch deutlich unter denjenigen, die von den Notenbanken angestrebt werden.

## 1.2. Ausblick

Für dieses Jahr sind die Zeichen günstig, dass die weltweite Produktion weiter kräftig expandieren wird. Nicht zuletzt dürfte die Steuersenkung in den USA die Nachfrage dort anregen, insbesondere die privaten Investitionen. Dies dürfte für sich genommen den Welthandel stimulieren und dadurch auf andere Länder ausstrahlen. Allerdings dürfte das rauere handelspolitische Klima, dass in der Einführung von Zöllen auf Stahl und Aluminium seitens der USA einen vorläufigen Höhepunkt erreichte, weltweit das Investitionsklima verschlechtern, insbesondere weil das Risiko besteht, dass auch andere Länder handelspolitische Maßnahmen ergreifen und sich der Konflikt auf andere Gütergruppen ausweitet. Aufgrund der derzeitigen Breite des internationalen Aufschwungs dürften die dämpfenden Wirkungen aber vorerst kaum spürbar sein.

Für das kommende Jahr ist ein etwas verlangsamtes Expansionstempo zu erwarten. Vor allem in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften dürften die Notenbanken die Zinsen erhöhen. Zudem dämpfen voraussichtlich die bereits hoch ausgelasteten Kapazitäten zunehmend den Produktionsanstieg. Angesichts der nach wie vor schwachen Produktivitätsentwicklung ist zu erwarten, dass sich Lohnerhöhungen weiterhin nur schwer durchsetzen lassen. Eine deutliche Beschleunigung der Inflation zeichnet sich daher gegenwärtig nicht ab. Ein Szenario, in dem die Notenbanken die Zinsen deutlich schneller anheben müssten, ist daher unwahrscheinlich. Da es für die geldpolitischen Akteure eine große Herausforderung darstellt, eine sanfte Landung der Konjunktur herbeizuführen, wäre das Risiko einer Rezession in diesem Falle deutlich höher als in dieser Prognose unterstellt.

Auch der Erwartung einer Rezession allein aufgrund der Dauer des Aufschwungs fehlt ein solides empirisches Fundament. Eine Reihe empirischer Studien (Castro 2013 gibt einen Überblick) findet zwar einen positiven Zusammenhang zwischen der Dauer des Aufschwungs und der Höhe der Rezessionswahrscheinlichkeit. Klare Aussagen über den Zeitpunkt einer Rezession lassen sich daraus aber nicht ableiten. Auch hat sich die Dauer von Aufschwungsphasen in den vergangenen Jahrzehnten verlängert. Ferner gibt es Hinweise, dass der Zusammenhang zwischen der Dauer

# Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

eines Aufschwungs und der Wahrscheinlichkeit einer Rezession nicht mehr gilt, wenn er bereits mehr als 10 Jahre dauert (Castro 2013). Daher wird in dieser Prognose nicht von einer Rezession ausgegangen. Vielmehr wird erwartet, dass die Produktion in diesem Jahr um 3,4% und im kommenden Jahr um 3,2% ausgeweitet wird. Dies dürfte mit einer deutlichen Zunahme des Welthandels einhergehen. Die Teuerung dürfte sich dabei etwas beschleunigen.

## 1.3. Risiken

Derzeit dürfte das größte Risiko für die Weltkonjunktur davon ausgehen, dass der internationale Warenaustausch zunehmend durch Handelsbarrieren behindert wird. Die in den USA eingeführten Importzölle auf Stahl und Aluminium dürften für sich genommen zwar nur begrenzte Wirkungen haben. Das Risiko besteht aber vor allem darin, dass die betroffenen Exportländer auf die einseitige Zolleinführung mit Gegenmaßnahmen reagieren und dass dies von den USA zum Anlass genommen wird, weitere Güter mit Zöllen zu belegen. Da die WTO-Regeln den von Zöllen betroffenen Ländern ein Recht einräumen, ihrerseits Zölle zu erheben, könnte eine Art Automatismus in Gang gesetzt werden. So hat die EU-Kommission bereits Produkte benannt, die für Gegenmaßnahmen in Frage kommen. Zudem ist zu befürchten, dass noch weitere Länder in den Konflikt gezogen werden. Beispielsweise haben die USA damit gedroht, weitere Importe aus China mit Zöllen zu belegen. Die Beschränkungen des Welthandels würden verhindern, dass z.B. die expansiven fiskalpolitischen Impulse in den USA auf andere Länder ausstrahlen. Dadurch würden vor allem die rohstoff-exportierenden Schwellenländer in Mitleidenschaft gezogen werden, die in den vergangenen Jahren besonders unter der Flaute des Welthandels gelitten hatten.

Ein weiteres Risiko für die weltwirtschaftliche Entwicklung resultiert aus der nach wie vor hohen Bewertung von Vermögenstiteln. Die bevorstehende geldpolitische Straffung wird zu einer Korrektur dieser Vermögenspreise führen. Dies ist für sich genommen unbedenklich und stellt kein Risiko für die Konjunktur dar. Da Finanzmärkte in solchen Korrekturphasen aber zu Übertreibungen neigen, ist eine fundamental nicht mehr gerechtfertigte Korrektur nicht auszuschließen, die mit erheblichen negativen Effekten für die Realwirtschaft verbunden wäre.

Sollte der Handelskonflikt entschärft werden, besteht durchaus die Möglichkeit, dass die konjunkturelle Dynamik weltweit deutlich stärker wird, als dies in dieser Prognose unterstellt. Insbesondere in jenen Schwellenländern, in denen durch die Rezessionen der vergangenen Jahre die Produktionslücke besonders groß ist, besteht noch erhebliches Aufholpotenzial. Vorbild könnte hier der Euro-Raum sein, der im vergangenen Jahr hinsichtlich der Stärke der gesamtwirtschaftlichen Expansion überrascht hat.



## 2. Die Regionen im Einzelnen

### 2.1 Steuerreform heizt Konjunktur in den USA zusätzlich an

Der ohnehin schon lang anhaltende Aufschwung in den USA dürfte durch die starke Steuerentlastung für Unternehmen und für private Haushalte kräftige Impulse erhalten. Dabei wurden der private Konsum und die privaten Investitionen bereits zum Ende des vergangenen Jahres kräftig ausgeweitet. Dass das BIP im vierten Quartal mit nur 0,6% gegenüber dem Vorquartal ausgeweitet wurde, lag vor allem an einem recht kräftigen Abbau der Lager und einer ungewöhnlich starken Ausweitung der Importe. Bereits der Wegfall dieser temporären Faktoren dürfte das BIP beschleunigt steigen lassen.

Spätestens durch die zusätzlichen Impulse der Finanzpolitik dürfte die Produktionslücke in diesem Jahr positiv werden, und die US-Wirtschaft wird voraussichtlich in eine Phase der Überauslastung gehen. Allerdings herrscht derzeit Unklarheit über die Höhe der Produktionslücke. Nach einer neueren Schätzung des CBO (Shackleton 2018) ist sie noch immer leicht negativ. Schätzungen anderer Institutionen, z.B. der Fed, deuten hingegen auf eine bereits leicht positive Produktionslücke hin. Zu der zweiten Einschätzung passt die gute Lage auf dem Arbeitsmarkt. So ist die Arbeitslosenquote in den vergangenen Monaten auf 4,1% gesunken und befindet sich damit auf einem Niveau, das unter der von der Fed als gleichgewichtig angesehenen Arbeitslosenquote liegt. Allerdings ist die Partizipationsrate noch immer recht niedrig, sodass das Arbeitsangebot noch etwas steigen könnte.

Dies könnte auch die Ursache dafür sein, dass anders als in früheren Hochkonjunkturphasen die Schließung der Produktionslücke bisher weder zu einem deutlicheren Anstieg der Löhne noch der Preise geführt hat. Ein von der Federal Reserve Bank of Atlanta erhobener Indikator der Lohnzuwächse deutet zwar an, dass die Lohnsteigerungen deutlich größer geworden sind, sie sind aber immer noch kleiner als vor der Großen Rezession (Schaubild 2).<sup>2</sup> Bereinigt man die Lohnsteigerungen zusätzlich um die Inflation, dann zeigt sich, dass die Reallöhne in ähnlichem Maße wie vor der Finanzkrise zunehmen.

---

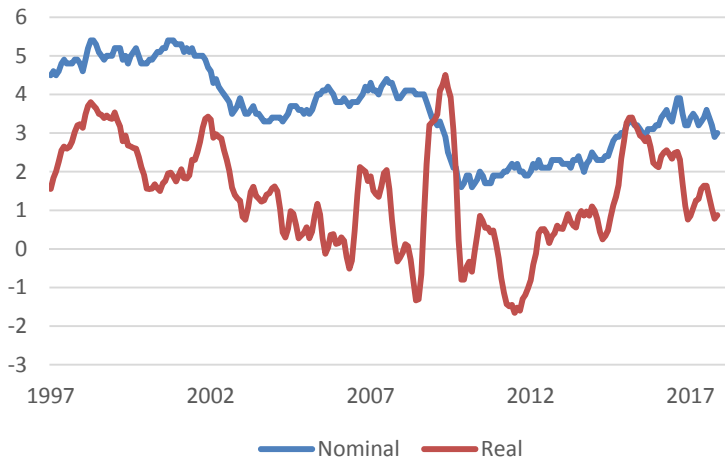
<sup>2</sup> Der Indikator basiert auf Daten einer monatlichen Haushaltsbefragung. Dabei werden die individuellen nominalen Stundenlöhne aus der aktuellen Befragung mit den Werten von vor 12 Monaten verglichen. Im Durchschnitt werden so pro Monat 2400 individuelle Lohnveränderungen berechnet. Für den Indikator wird der Median der monatlichen Veränderungsdaten verwendet. Eine detaillierte Beschreibung der Methode findet sich auf: <https://www.frbatlanta.org/chcs/wage-growth-tracker.aspx?panel=1>

# Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

**Schaubild 2**

## Lohnzuwächse in den USA

1997 bis 2018; Median, nicht-zentrierte Dreimonatsdurchschnitte



Eigene Berechnung nach Angaben der Federal Reserve Bank of Atlanta.

Umso überraschender ist es, dass die Inflation immer noch recht niedrig ist. Die Verbraucherpreise sind in den vergangenen Monaten mit nur vorübergehend aufgrund anziehender Energiepreise etwas stärker gestiegen; die Teuerung war im Februar mit 2,3% noch moderat. Die Kernrate der Inflation, d.h. die Preise für Güter und Dienstleistungen ohne Energie und Nahrungsmittel, ist im Februar 2018 mit 1,5% gegenüber dem Vorjahresmonat immer noch niedrig und nähert sich nur langsam dem Zielwert der Fed.

Die Geldpolitik dürfte angesichts der zu erwartenden deutlichen Nachfrageimpulse von Seiten der Finanzpolitik die Zinsen schneller anheben, als dies noch Ende des vergangenen Jahres erwartet wurde. So ist damit zu rechnen, dass die Leitzinsen bis zum Ende des Jahres 2019 auf 3% angehoben werden. Zudem werden die Bestände an Staatsanleihen gehalten bis die Leitzinsen ein normales Niveau erreicht haben.

Dagegen wird die Finanzpolitik im Prognosezeitraum deutlich expansiv ausgerichtet sein. Zusätzlich zu den Steuersenkungen sind deutliche Steigerung der Ausgaben, z.B. für Verteidigung und Gesundheit vorgesehen, welche die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ebenfalls deutlich ausweiten wird. Beide Maßnahmen führen dazu, dass das Defizit des Bundeshaushalts deutlich steigen wird. Damit dürfte die Verschuldungsobergrenze in naher Zukunft erneut erreicht werden.

## Die Regionen im Einzelnen

Angesichts der kräftigen fiskalpolitischen Impulse dürfte die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in diesem und im kommenden Jahr deutlich ausgeweitet werden. Allerdings ist zu erwarten, dass die realwirtschaftlichen Effekte der Finanzpolitik in einer Phase hoch ausgelasteter Kapazitäten deutlich geringer sind als bei einer ausgeprägten Unterauslastung. Zudem dürften die Impulse im Verlauf des kommenden Jahres bereits etwas nachlassen. Zugleich werden in dem Maße, wie die Geldpolitik ihren Expansionsgrad zurückfährt höhere Zinsen die Nachfrage dämpfen. Nichtsdestotrotz dürfte die Binnennachfrage, vor allem die privaten Investitionen, kräftig ausgeweitet werden. Zwar scheinen die Unternehmen derzeit noch abzuwarten. In den kommenden Monaten dürften die Impulse seitens der Finanzpolitik aber Wirkung zeigen. Aufgrund der guten Weltkonjunktur dürften auch die Exporte deutlich ausgeweitet werden, vorausgesetzt, der Konflikt über die Einführung von Zöllen eskaliert nicht.

Alles in allem dürfte der Zuwachs des BIP weiterhin über den Potenzialwachstumsraten liegen. Dies dürfte der Teuerung Auftrieb geben. Insgesamt erwarten wir, dass das BIP in diesem Jahr mit 2,7% und im kommenden Jahr mit 2,4% ausgeweitet wird. Die Teuerung dürfte dabei in diesem Jahr mit 2,3% und im kommenden Jahr mit 2,5% leicht anziehen (Tabelle 2).

**Tabelle 2**

### Reales BIP und Verbraucherpreise

2017 bis 2019; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %

	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise <sup>1</sup>		
	2017	2018 <sup>P</sup>	2019 <sup>P</sup>	2017	2018 <sup>P</sup>	2019 <sup>P</sup>
EU-28	2.5	2.4	1.9	1.7	1.7	1.8
Euro-Raum <sup>2</sup>	2.5	2.4	1.9	1.5	1.5	1.7
Großbritannien	1.7	1.5	1.3	2.6	2.4	2.1
USA	2.3	2.7	2.4	2.1	2.3	2.5
China	6.9	6.5	6.2	1.6	2.0	3.0
Japan	1.6	1.2	0.8	0.4	0.6	0.8
Ostasien <sup>3</sup>	4.1	3.8	3.8	2.1	2.4	2.6
Indien	6.4	7.4	7.7	3.3	5.0	5.0
Lateinamerika <sup>3</sup>	1.6	2.4	2.6	7.4	6.4	5.3
<b>Insgesamt</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>	<b>3.2</b>	<b>2.1</b>	<b>2.3</b>	<b>2.5</b>
Fortgeschrittene Vw.	2.3	2.4	2.0	1.7	1.8	2.0
Schwellenländer	5.4	5.4	5.3	2.9	3.1	3.5

*Eigene Berechnungen nach Angaben von Eurostat, des IMF, und nationalen Quellen. Aggregate gewichtet mit BIP in U.S. Dollar von 2016. - <sup>P</sup>Prognose. - <sup>1</sup>Standartisiert. - <sup>2</sup>Für Details siehe Tabelle 5. - <sup>3</sup>Für Details siehe Tabelle 7. Mit dem BIP 2016\$ gewogener Durchschnitt.*

## Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

### Kasten 1

#### Zu den makroökonomischen Effekten des Tax Cuts and Jobs Act in den USA

Am 22. Dezember hat die US Regierung eine umfassende Reform der Einkommensbesteuerung beschlossen. Die Reform betrifft sowohl die Einkommen- als auch die Körperschaftsteuer. Wesentliches Element der Einkommensteuerreform ist eine deutliche Senkung der marginalen Steuersätze. So wird der Spitzensteuersatz von 39,6% auf 37% reduziert. Auch die Steuerbelastung der unteren Einkommensklassen wird entweder durch die Senkung der Steuersätze oder durch geänderte Einkommensgrenzen reduziert. Ausgenommen bleibt die unterste Einkommensklasse (Tax Foundation 2017).

Auch bei der Körperschaftsteuer wurden die Sätze deutlich gesenkt; von 35% auf 21% für die Bundessteuer. Daraus ergibt sich eine Reduzierung des Steuersatzes für die gesamte Unternehmensbesteuerung von 38,9% auf 25,75%. Wie das Schaubild zeigt, folgen die USA damit einer in vielen Ländern schon seit längerem zu beobachtenden Tendenz. Gewichtige Ausnahme waren bisher die USA, welche die Steuern bis Dezember 2017 nicht gesenkt hatten, und Frankreich mit einer nur geringen Senkung. Damit hatte sich die Wettbewerbsposition US-amerikanischer Unternehmen in den vergangenen Jahren verschlechtert. Mit der nun vorgenommenen Reduzierung der Belastung rücken die USA näher an den OECD-Durchschnitt; ohne die USA beträgt die durchschnittliche Steuerbelastung der Unternehmen 23,75%.

Im Rahmen dieser Reform wurde eine Umstellung auf das Territorialprinzip vorgenommen. Dies bedeutet, dass in den USA nun nicht mehr die weltweit erzielten Einkommen besteuert werden, sondern nur noch die in den USA erwirtschafteten Gewinne. Damit übernehmen die USA ein Besteuerungsprinzip, das von vielen Ländern, u.a. auch in Deutschland, seit langem praktiziert wird. Allerdings wurde dieser Übergang durch einige Maßnahmen flankiert, um Steuerausweichreaktionen zu vermeiden. So sind in den kommenden fünf Jahren Investitionsausgaben von der Körperschaftsteuer voll abzugsfähig.

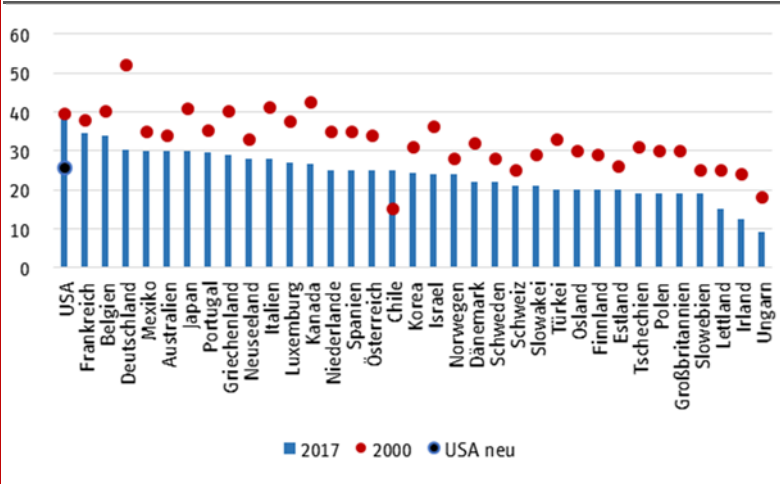
Von diesen Maßnahmen sind für die kommenden Jahre sehr deutliche Anregungen für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu erwarten. Dabei dürften der private Konsum und insbesondere die privaten Investitionen stärker ausgeweitet werden. Nach den Berechnungen des Tax Policy Center (Page et al. 2017) ist bereits in diesem Fiskaljahr, das im Oktober begann, mit einem Effekt von 0,8% des BIP zu rechnen. In den Folgejahren dürfte sich der Impuls zwar allmählich abschwächen, aber auch in der mittleren Frist mit 0,5% des BIP noch spürbar sein. Gleichzeitig dürfte sich das Defizit des Bundes deutlich ausweiten.

Allerdings berücksichtigen diese Modellsimulationen nicht, dass in einer Phase in der die Produktionslücke weitgehend geschlossen ist, die fiskalpolitischen Effekte deutlich geringer sind als in einer ausgeprägten Rezession. Ein Grund dafür ist, dass durch die begrenzten Produktionskapazitäten stärker mit Preiseffekten zu rechnen ist.

## Die Regionen im Einzelnen

### Unternehmenssteuersätze in ausgewählten Ländern

2000 und 2017; in %



Eigene Darstellung nach Angaben der OECD und von PWC.

Zudem werden in Studien die Effekte von Steuersenkungen geringer eingeschätzt als die von Ausgabenerhöhungen, da ein Teil der Einkommenszuwächse gespart wird (EZB 2018). Aus diesen Gründen gehen wir davon aus, dass die Reformmaßnahmen mit erheblichen Sickerverlusten verbunden sind.

Neben den kurzfristigen Effekten auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ergeben sich langfristige Effekte. Zum einen wird durch die Investitionsanreize der Kapitalstock schneller aufgebaut. Da neue Investitionsgüter oft Qualitätsverbesserungen aufweisen, dürften die Investitionen auch zu einem stärkeren Anstieg der Produktivität führen. Die Steuerreform erhöht zudem die Attraktivität für ausländische Investitionen, sodass für die kommenden Jahre ein stärkerer Zufluss von Direktinvestitionen zu erwarten ist (Heinemann et al. 2017). Da für ausländische Investitionen die Steuerbelastung in den USA im Vergleich zu der an anderen internationalen Standorten entscheidend ist, hängt die Stärke der Zuflüsse von den Reaktionen anderer Regierungen ab. Mittlerweile hat beispielsweise China bereits reagiert und für ausländische Unternehmen Gewinne von der Einkommensteuer befreit, wenn sie in China investiert werden. Auch in anderen Ländern wird über mögliche Reaktionen nachgedacht.

Darüber hinaus hängen die Langfristwirkungen von der Art der Finanzierung der öffentlichen Defizite ab. Wie Gale und Samwick (2016) argumentieren, gehen von einer längerfristigen Schuldenfinanzierung deutlich dämpfende Effekte aus. Dies gilt ebenso, wenn die Einnahmehausfälle durch Einsparungen bei den öffentlichen Investitionen ausgeglichen werden. Insgesamt dürften die Effekte auf das Wirtschaftswachstum also eher gering sein.

## Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

### 2.2. Exporte stützen die gesamtwirtschaftliche Expansion in Japan

In Japan wurde die Produktion im Jahresdurchschnitt 2017 mit 1,6% deutlich stärker ausgeweitet als das Produktionspotenzial, zum Jahresende schwächte sich der Zuwachs aber bereits wieder ab. Vor allem die Binnennachfrage entwickelte sich im vierten Quartal schwach. Hauptgrund dürfte das Auslaufen der fiskalischen Impulse des vergangenen Jahres gewesen sein. So gingen die öffentlichen Ausgaben zwei Quartale in Folge zurück. Auch die privaten Investitionen wurden wieder schwächer ausgeweitet, nachdem sie in den Quartalen zuvor deutlich zugelegt hatten. Der private Konsum legte im Schlussquartal zwar zu, machte aber lediglich den vorherigen Rückgang wett. Lediglich die Exporte stützen nach wie vor die gesamtwirtschaftliche Expansion. Dazu dürften vor allem zunehmende Importe der regionalen Handelspartner sowie die erneute Abwertung des Yen beigetragen haben. Zudem wird Japan durch die kräftige Nachfrage Chinas nach Kapitalgütern begünstigt (Bank von Japan 2018).

Die nachlassende Ausweitung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage hat bisher nicht auf den Arbeitsmarkt durchgeschlagen. Im Durchschnitt des vierten Quartals wurde weiterhin Beschäftigung aufgebaut, und zu Beginn dieses Jahres hat sich der Stellenaufbau sogar noch verstärkt. Gleichzeitig ist die Arbeitslosenquote saisonbereinigt von 2,7% auf 2,4% im Januar zurückgegangen. Dies alles spricht dafür, dass die Produktionslücke in Japan inzwischen positiv ist (Bank von Japan 2018).

Trotzdem ist die Preisentwicklung nach wie vor schwach. Zwar stieg die Teuerungsrate im Januar auf 1,4% gegenüber dem Vorjahr, dies ist aber wohl vor allem auf den jüngsten Anstieg der Energiepreise zurückzuführen. Die Inflationserwartungen sind weitgehend stabil. So liegen die aus den Renditen inflationsindexierter Staatsanleihen berechneten Inflationserwartungen nach wie vor bei etwa 0,5%. Da die japanische Notenbank angekündigt hat, sogar ein Überschießen der Inflationsrate zuzulassen, damit sich auch die Inflationserwartungen erhöhen, ist nicht mit einer deutlichen Abkehr des aktuellen geldpolitischen Kurses zu rechnen. Einziger Grund den Ankauf von Staatsanleihen zu reduzieren, könnte die Verknappung des Umlaufvolumens sein.

Dagegen dürften die expansiven Impulse seitens der Finanzpolitik im Prognosezeitraum zunächst schwächer werden und sich im kommenden Jahr sogar umkehren. Bereits jetzt wirkt der Wegfall der stimulierenden Maßnahmen des vergangenen Jahres dämpfend auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Zwar wurde Ende vergangenen Jahres ein weiteres Programm beschlossen. Unter anderem werden Unternehmen Steuererleichterungen gewährt, wenn sie die Löhne ihrer Mitarbeiter erhöhen, und Bildungsinvestitionen werden gefördert. Fiskalisch dürften die Effekte aber

## Die Regionen im Einzelnen

kaum spürbar sein. Dagegen dürfte die für Oktober 2019 vorgesehene Erhöhung des Mehrwertsteuersatzes auf 10% vor allem die Konsumnachfrage deutlicher dämpfen.

Angesichts der kräftigen und sich erst allmählich verlangsamenden weltwirtschaftlichen Expansion dürften die Exporte die wesentliche Stütze der gesamtwirtschaftlichen Expansion in Japan bleiben. Hiervon dürfte insbesondere die Investitionstätigkeit angeregt werden, die zudem der Bank von Japan (2018) zufolge von den Vorbereitungen auf die Olympischen Sommerspiele in Tokyo 2020 begünstigt wird. Der private Konsum wird angesichts der hohen Beschäftigung vorerst ebenfalls zügig ausgeweitet. Allerdings wird die Erhöhung der Mehrwertsteuer im kommenden Jahr mit einem kräftigen Dämpfer verbunden sein. Insgesamt rechnen wir damit, dass die Produktion in diesem Jahr mit 1,2% und im kommenden Jahr mit 0,8% ausgeweitet wird. Der Preisauftrieb dürfte sich dabei leicht verstärken. Im Durchschnitt dieses Jahres dürfte die Teuerung 0,6% betragen; für das kommende Jahr erwarten wir eine Rate von 0,9%.

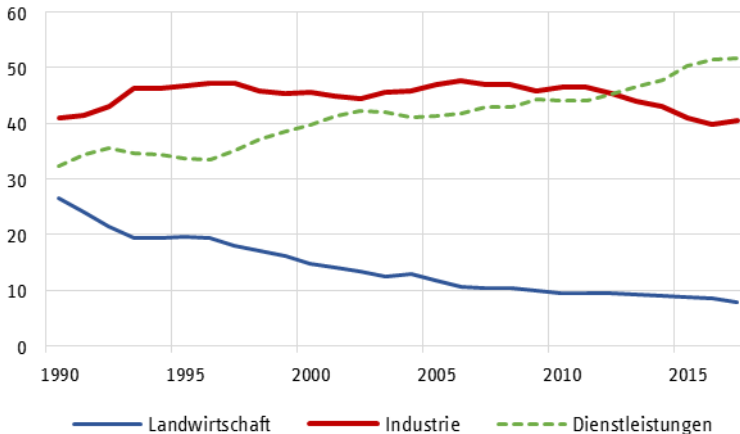
### 2.3. Außenhandel stützt die gesamtwirtschaftliche Expansion in China

Die chinesische Wirtschaft expandiert weiterhin mit Raten über dem Wachstumsziel von jährlich 6,5%. Im Jahresdurchschnitt ergab sich für das Jahr 2017 eine Zuwachsrate des BIP von 6,9%. Damit hat sich das Expansionstempo zum ersten Mal seit 2010 gegenüber dem Vorjahr erhöht. Verbunden damit ist auch der Wertschöpfungsanteil der Industrie erstmals wieder leicht gestiegen (Schaubild 3). Darin spiegelt sich vor allem die Belebung des Welthandels wider. Durch die stärkere Auslandsnachfrage hat allerdings der Renminbi, nach einer Schwächephase im ersten Halbjahr 2017, real aufgewertet. Gegenüber den wichtigsten Handelspartnern legte der reale Wechselkurs zwischen Mai und Dezember 2017 um ca. 2,5% zu, was größtenteils auf eine Aufwertung gegenüber dem US-Dollar zurückgeht. Vom privaten Konsum dürften dagegen keine zusätzlichen Impulse ausgegangen sein. So nahmen die Einzelhandelsumsätze im zweiten Halbjahr etwas schwächer zu als zu Jahresbeginn.

Die Wirtschaftspolitik steht vor der Herausforderung, den Anstieg der Privatverschuldung einzudämmen ohne die Produktionsausweitung übermäßig stark zu dämpfen. Daher ist die Finanzpolitik weiterhin expansiv ausgerichtet, um die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu stützen. Gleichzeitig hat die chinesische Notenbank die Leitgröße für den kurzfristigen Interbankenzinssatz (reverse repos) geringfügig angehoben. Für den Prognosezeitraum ist zu erwarten, dass die chinesische Zentralbank die Zinsen weiter moderat anheben wird. Sie folgt damit, wie in der Vergangenheit, wohl der Politik der amerikanischen Notenbank, um größere Kapitalabflüsse zu vermeiden.

# Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

**Schaubild 3**  
**Entwicklung der Wirtschaftssektoren in China**  
1990 bis 2017; Anteile der Sektoren am BIP in %



Eigene Darstellung nach Angaben von Macrobond.

Derzeit deuten die Stimmungsindikatoren darauf hin, dass die Produktion weiterhin zügig ausgeweitet wird. Zwar sank der *Purchasing Managers' Index* im Februar deutlich und liegt damit nur noch knapp über der Wachstumsschwelle von 50, dies dürfte aber zum Großteil auf die Lage des chinesischen Neujahresfestes im Februar zurückzuführen sein. Dagegen ist die Konsumentenstimmung weiterhin ausgesprochen gut.

Im weiteren Prognoseverlauf dürfte sich das gesamtwirtschaftliche Expansions-tempo etwas abschwächen. So ist zu erwarten, dass die Regierung weitere Maßnahmen ergreifen wird, um die immer noch sehr hohe Verschuldung im privaten Sektor zurückzuführen, so z.B. strengere Auflagen für die Kreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen. Da auch die Verschuldung der lokalen Regierungen eingedämmt werden soll, dürften sich weitere dämpfende Effekte auf die Binnennachfrage ergeben. Darüber hinaus trägt der demografisch bedingte Rückgang der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter zur Verlangsamung der Expansion bei. Dagegen dürfte die robuste Weltkonjunktur die Exporte weiterhin stützen. Von den US-Zöllen auf chinesische Solaranlagen und Waschmaschinen sind derzeit nur geringe dämpfende Effekte zu erwarten. Die angedrohten Zölle auf Stahl und Aluminium dürften gesamtwirtschaftlich ebenfalls kaum ins Gewicht fallen, da nur ein geringer Teil dieser Güter in die USA exportiert wird. Daher gehen wir davon aus, dass das chinesische BIP 2018 um 6,5% und 2019 um 6,2% zulegt (Tabelle 3).



## Die Regionen im Einzelnen

**Tabelle 3**

### Reales BIP und Verbraucherpreise in ausgewählten Schwellenländern

2017 bis 2019; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %

	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise		
	2017	2018 <sup>P</sup>	2019 <sup>P</sup>	2017	2018 <sup>P</sup>	2019 <sup>P</sup>
<b>China<sup>1</sup></b>	<b>6,9</b>	<b>6,5</b>	<b>6,2</b>	<b>1,6</b>	<b>2,0</b>	<b>3,0</b>
<b>Ostasien<sup>2</sup></b>	<b>4,1</b>	<b>3,8</b>	<b>3,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>
Korea	3,1	2,9	2,9	1,9	2,0	2,0
Indonesien	5,1	5,3	5,3	3,8	4,0	4,5
Taiwan	2,9	2,5	2,4	0,6	1,5	1,5
Thailand	3,9	3,7	3,6	0,7	1,0	2,0
Hong Kong	3,8	2,8	2,7	1,5	2,0	2,5
Singapur	3,6	3,0	2,8	0,6	1,0	1,5
Malaysia	5,9	5,4	5,4	3,8	3,0	3,0
Philippinen	6,7	6,4	6,4	3,2	3,5	3,5
<b>Indien</b>	<b>6,4</b>	<b>7,4</b>	<b>7,7</b>	<b>3,3</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>
<b>Lateinamerika<sup>2</sup></b>	<b>1,6</b>	<b>2,4</b>	<b>2,6</b>	<b>7,4</b>	<b>6,4</b>	<b>5,3</b>
Brasilien	1,0	2,4	2,5	3,5	3,5	4,0
Mexico	2,0	2,3	2,6	6,0	4,5	3,5
Argentinien	2,8	3,0	3,0	23,3	20,0	13,0
<b>Russland</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>3,7</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>

Eigene Berechnungen nach Angaben von Eurostat, des IMF, und nationalen Quellen. Aggregate gewichtet mit BIP in U.S. Dollar von 2016. - <sup>P</sup>Prognose. - <sup>1</sup>Standartisiert. - <sup>2</sup>Für Details siehe Tabelle 5. - <sup>3</sup>Für Details siehe Tabelle 7. Mit dem BIP 2016\$ gewogener Durchschnitt.

#### 2.4. Aufschwung in den Schwellenländern festigt sich

Die Wirtschaft in **Indien** scheint die Probleme, ausgelöst durch die Bargeldreform im November 2016 und die Neuregelung der Umsatzsteuer im Juli 2017, größtenteils hinter sich gelassen zu haben. So wurde die gesamtwirtschaftliche Aktivität – gemessen an der Industrieproduktion – zum Ende des Jahres wieder deutlich stärker ausgeweitet. Haupttreiber blieb der private Konsum, der im vierten Quartal von einer Umsatzsteuersenkung auf eine Reihe von Konsumgütern begünstigt wurde. Aber auch andere Komponenten der Binnennachfrage, wie die Investitionen, haben zuletzt wieder deutlich zugelegt. Vom Außenhandel kamen dagegen eher dämpfende Impulse.

Im Prognosezeitraum dürfte sich die Expansion in ähnlichem Tempo wie zuletzt fortsetzen. Zwar wird die Geldpolitik aufgrund der seit Jahresende 2017 wieder anziehenden Inflation demnächst wohl wieder etwas restriktiver, allerdings dürfte

## Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

---

dies durch eine expansivere Fiskalpolitik ausgeglichen werden. So sollen insbesondere die Ausgaben für Infrastruktur und für den ländlichen Raum erhöht werden, wodurch die indische Regierung ihr Defizitziel für das nächste Fiskaljahr wohl verfehlen wird. In erster Linie dürfte aber der private Konsum die gesamtwirtschaftliche Expansion stützen.

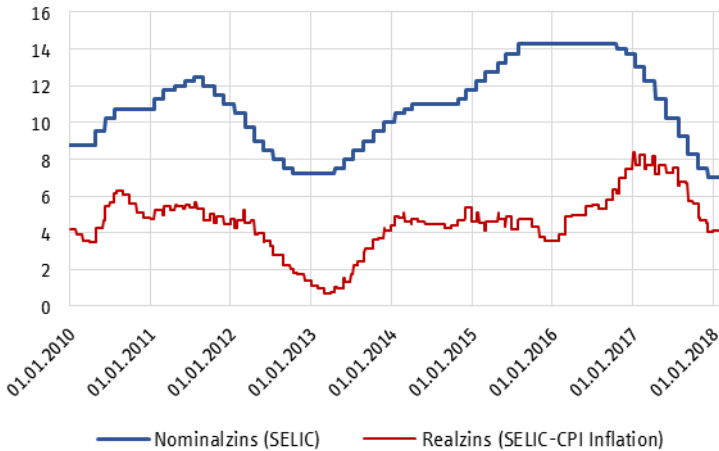
Vom indischen Bankensektor, insbesondere vom Bereich der Staatsbanken, gehen jedoch Risiken für die Konjunktur aus. So wurde im Februar dieses Jahres bekannt, dass die im öffentlichen Besitz befindliche Punjab National Bank bei der Devisenbeschaffung für Unternehmen Garantiebriefe im Wert von über 2 Mrd. US-Dollar gefälscht hat, um eine höhere Kreditwürdigkeit vorzutauschen. Als Reaktion haben ausländische Kreditgeber ihre Kreditvergabe eingeschränkt, was insbesondere kleinere Unternehmen ohne direkten Zugriff auf andere ausländische Finanzquellen treffen dürfte. Die indische Rupie verlor im Februar daraufhin über 2,2% gegenüber dem US-Dollar.

Im Übrigen **ostasiatischen Raum** expandiert die Wirtschaft weiter kräftig, wobei das vierte Quartal fast durchgehend etwas schwächer ausfiel als das sehr starke dritte. Wie bereits im Jahr zuvor wiesen auch 2017 wieder die südostasiatischen Schwellenländer Indonesien, Malaysia und die Philippinen das kräftigste Wirtschaftswachstum auf. In den Philippinen belastet allerdings die Unsicherheit über die Innen- und Außenpolitik des aktuellen Präsidenten zunehmend die wirtschaftliche Entwicklung. So haben sich die Investitionen trotz des geplanten deutlichen Ausbaus der Infrastruktur und der aktuell guten Entwicklung im Verarbeitenden Gewerbe sowie im Dienstleistungssektor zuletzt schwach entwickelt. In Indonesien sind die Investitionen in den vergangenen beiden Quartalen dagegen deutlich gestiegen, nachdem die Kreditwürdigkeit des Landes von den Ratingagenturen hochgestuft wurde. Allerdings verhindern die schlechte Infrastrukturausstattung und die fehlende Finanzausstattung des Staates derzeit ein noch stärkeres Wirtschaftswachstum.

Auch in den reiferen Volkswirtschaften Ostasiens (Hong-Kong, Singapur, Südkorea und Taiwan) war der Anstieg des BIP im vergangenen Jahr stattlich. Südkoreas Wirtschaft profitierte dabei von einem Anstieg der weltweiten Halbleiternachfrage und einer deutlichen Zunahme des Außenhandels mit China. Zudem legte der private Konsum zu. In Taiwan haben steigende Exporte und ein stabiles Konsumwachstum ebenfalls die wirtschaftliche Expansion getragen. Aktuell gibt es aufgrund der stabilen Weltkonjunktur keine Anzeichen für ein Ende des exportgetriebenen Aufschwungs, wenngleich die Expansionsraten in diesem und im kommenden Jahr wohl leicht unterhalb der Raten des vergangenen Jahres liegen dürften. Risiken bestehen allerdings im Hinblick auf die Außenhandelspolitik der USA. In Südkorea ist zudem die Verschuldung des privaten Sektors weiterhin hoch.

## Die Regionen im Einzelnen

**Schaubild 4**  
**Zinsentwicklung in Brasilien**  
2010 bis 2018; in %



Eigene Darstellung nach Angaben von Macrobond.

In **Lateinamerika** ist die konjunkturelle Entwicklung gegenüber der Weltkonjunktur verzögert. So haben mit Brasilien und Argentinien zwei der größten Volkswirtschaften dieser Region die Rezession erst im vergangenen Jahr hinter sich gelassen. In Mexiko blieb die wirtschaftliche Expansion 2017 hinter den Erwartungen zurück. Für den Prognosezeitraum dürfte sich die Konjunktur aber weiter beleben, wenngleich hausgemachte Probleme dazu führen, dass die Region auch weiterhin nur begrenzt vom globalen Aufschwung profitiert.

In Brasilien hat sich die wirtschaftliche Erholung im zweiten Halbjahr 2017 bereits wieder abgeschwächt. Im Jahresdurchschnitt dürfte die brasilianische Wirtschaftsleistung lediglich um 1,0% gestiegen sein. Ursächlich für die verhaltende Expansion im zweiten Halbjahr war ein schwächerer Zuwachs der Exporte, bei gleichzeitig stark steigenden Importen. Der private Konsum, gestützt von Kaufkraftgewinnen durch niedrigere Inflationsraten und der steigenden Beschäftigung, hat dagegen verstärkt zur gesamtwirtschaftlichen Expansion beigetragen. Auch die Investitionen haben im letzten Halbjahr 2017 erstmals seit vier Jahren wieder zugelegt. Dazu dürften auch die seit Anfang 2017 sinkenden Realzinsen beigetragen haben (Schaubild 4).

## Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

---

Im Zuge der Rezession in den Jahren 2015 und 2016 hat sich die Lage des brasilianischen Staatshaushalts deutlich verschlechtert. So hat sich die öffentliche Verschuldung auf knapp 75% des BIP erhöht. Dadurch sind die Spielräume z.B. für Infrastrukturinvestitionen deutlich geringer geworden. Auch andere wirtschaftspolitische Initiativen dürften bis nach der Wahl im Oktober 2018 auf sich warten lassen. Die Fortsetzung der wirtschaftlichen Erholung dürfte daher vor allem vom privaten Konsum und den Investitionen getragen werden. Dabei dürfte das Tempo moderat bleiben.

In Mexiko expandierte die Wirtschaft, nach einem Rückgang im dritten Quartal, zum Jahresende 2017 wieder deutlich. Für den Jahresdurchschnitt 2017 ergab sich ein Anstieg des BIP um 2%. Der deutliche Rückgang des Expansionstempos im Vergleich zum Vorjahr dürfte zu einem erheblichen Teil auf die schweren Erdbeben im September 2017 zurückzuführen sein. Der notwendige Wiederaufbau dürfte der Bauproduktion zum Ende des Jahres allerdings starke Impulse gegeben haben. Der private Konsum, der aufgrund des Beschäftigungsaufbaus die konjunkturelle Expansion gestützt hat, verlor dagegen im Jahresverlauf etwas an Schwung. Der Grund dafür dürfte sein, dass die privaten Haushalte an Kaufkraft eingebüßt haben. Denn durch die Abschaffung von Benzinsubventionen zu Jahresbeginn sowie den schwachen Peso hat sich der Preisauftrieb im vergangenen Jahr deutlich verstärkt.

Im Prognosezeitraum wird die mexikanische Wirtschaftsleistung wohl weiterhin nur mit moderaten Raten expandieren. Vor allem wird die anhaltend hohe Inflation die Ausweitung des privaten Konsums weiterhin dämpfen. Zudem sind von der Finanzpolitik trotz des anstehenden Wahlkampfes aufgrund der hohen Staatsverschuldung und weiterhin nur moderater Einnahmen aus dem Öl-Geschäft kaum positive Impulse zu erwarten. Darüber gehen wir davon aus, dass die mexikanische Zentralbank die Zinsen weiter anheben wird. Lediglich vom Bausektor sind weiterhin positive Impulse zu erwarten. Für sich genommen könnten die Exporte von der zu erwartenden Belebung der Konjunktur in den USA profitieren. Voraussetzung dafür ist allerdings, dass keine neuen Handelsbeschränkungen entstehen, z.B. durch bei einer Neuverhandlung des Freihandelsabkommens NAFTA.

Alles in allem erwarten wir, dass die Wirtschaftsleistung in den größten Volkswirtschaften Lateinamerikas 2018 um 2,4% zunimmt und damit nur geringfügig stärker expandiert als im Herbst prognostiziert. Im Jahr 2019 erwarten wir einen Anstieg von 2,6%.

In **Russland** belebte sich im Vorjahr die Wirtschaftsaktivität nach zwei Jahren rückläufiger Dynamik etwas. Die Produktion nahm, trotz eines starken Anstiegs des Ölpreises, jedoch lediglich um 1,5% zu. Getragen wurde die moderate Zunahme des BIP im Vorjahr von den Exporten, den Investitionen und dem privaten Konsum. Das Plus bei den Investitionen war zum großen Teil auf öffentliche Investitionen zum Bau

## Die Regionen im Einzelnen

---

der Erdgas-Pipeline „Power of Siberia“ zurückzuführen. Diese Pipeline dürfte ab Dezember 2019 russisches Gas nach China transportieren. Zudem trug die Auffüllung der Läger stark zur Expansion der Wirtschaft bei. Der private Konsum erhöhte sich hauptsächlich infolge einer äußerst dynamischen Kreditvergabe. Der öffentliche Konsum nahm hingegen leicht ab. Die kräftige Zunahme der Importe, auch Folge der elfprozentigen Aufwertung des Rubel, hatte einen niedrigeren Beitrag der Nettoexporte zur Folge.

Trotz der schwachen konjunkturellen Erholung ging die Arbeitslosigkeit zurück. Ende 2017 betrug die Arbeitslosenquote lediglich 5,2%. Hauptgrund dafür ist die Abnahme der erwerbstätigen Bevölkerung. Trotz aller Maßnahmen, die Immigration qualifizierter Arbeitskräfte zu erleichtern, verlassen mehr Qualifizierte Russland als ins Land kommen (Gaidar Institut et al. 2017). Im Einklang mit der schwachen Konjunktur ging die Inflation in Russland von 7,0% im Durchschnitt des Jahres 2016 auf 3,7% im vergangenen Jahr deutlich zurück. Damit ist die Inflationsrate geringfügig unter dem Inflationsziel der russischen Zentralbank von 4,0%. Angesichts einer verstärkten disinflatorischen Tendenz in den letzten Monaten, im Zuge derer die Inflation auf jeweils 2,2% in den Monaten Januar und Februar 2018 zurückging, senkte die Zentralbank den Leitzins zweimal, im Dezember 2017 um 50 und im Februar 2018 um 25 Basispunkte auf nunmehr 7,5%.

Zum Rückgang der Inflation trug allerdings auch eine überdurchschnittliche Ernte und die Aufwertung des Rubel bei. Insoweit diese Effekte Einmalcharakter aufweisen und somit im laufenden Jahr entfallen, zeichnet sich das Ende der Phase eines sinkenden Preisauftriebs ab. Eine allmählich wieder anziehende Inflation ist zudem aufgrund der weiteren Erholung des privaten Konsums und der Zunahme der Sozialausgaben im Vorfeld der Wahlen zu erwarten, sodass der geldpolitische Spielraum für weitere Leitzinssenkungen im Jahresverlauf sukzessiv abnimmt.

Das Tempo der konjunkturellen Erholung wird weiterhin vor allem von den Nettoexporten bestimmt. Der weltweite konjunkturelle Aufschwung dürfte den Export von Gas, Erdöl und Erdölprodukten stützen. Die Wirkung der seit Jahren geltenden Sanktionen auf das Wirtschaftswachstum hat nachgelassen. Diese wird derzeit auf 0,5 bis 1,0 Prozentpunkte des BIP geschätzt, nachdem dieser Effekt im Jahr 2015 auf 1 bis 1,5 Prozentpunkte des BIP quantifiziert wurde (Knobel 2018). Allerdings dürfte sich die Binnennachfrage weiterhin schwach entwickeln. Aufgrund der sektoralen Schwäche der russischen Wirtschaft und einer schlechten Infrastruktur ist zu erwarten, dass die Investitionsnachfrage verhalten bleibt. Ein Mangel an qualifizierten Arbeitskräften wird das gesamtwirtschaftliche Expansionstempo wohl ebenfalls dämpfen. Alles in allem ist für 2018 und 2019 mit einem Anstieg des russischen BIP um 1,7% bzw. 1,8% zu rechnen.

# Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

## 2.5. Robuster Konjunkturaufschwung im Euro-Raum

Die Expansion im Euro-Raum war im vergangenen Jahr unerwartet kräftig. Seit Ende 2016 nimmt die Produktion mit Quartalsraten von 0,6% bzw. 0,7% zu. Im Jahresdurchschnitt 2017 nahm das BIP um 2,5% zu. Erwartet worden war vor einem Jahr jedoch nur ein Anstieg um 1,7%. Die Triebkräfte der Expansion waren zu etwa gleichen Teilen die inländische Verwendung und die Auslandsnachfrage. In einigen Ländern, vor allem in Frankreich und in Spanien, kamen zudem deutliche Impulse von den Investitionen. Anscheinend sind dort die Unternehmen aufgrund der kräftigen Expansion der Wirtschaft wieder bereit, stärker zu investieren. Jedenfalls tragen Frankreich und Spanien zusammen mit Deutschland, Irland und den Niederlanden wesentlich zum Aufschwung im Euro-Raum bei. Unterdurchschnittlich war hingegen die Entwicklung in Italien, Portugal, Griechenland und Belgien.

Die kräftige Ausweitung der Produktion hat zu einem deutlichen und verbreiteten Rückgang der Arbeitslosigkeit geführt. Im Januar 2018 war die Arbeitslosenquote in allen Ländern des Euro-Raums niedriger als im Vorjahresmonat. Im Euro-Raum insgesamt lag die Arbeitslosenquote mit 8,6% um einen Prozentpunkt unter dem Wert des Vorjahres. Die größten Verbesserungen waren in Griechenland (20,9% gegenüber 23,3%) und in Spanien (16,3% gegenüber 18,4%) zu verzeichnen. Auch die Jugendarbeitslosigkeit geht in diesen Ländern inzwischen wieder zurück.

Auf die Preisentwicklung haben der kräftige Anstieg der Nachfrage und die Besserung am Arbeitsmarkt bisher allerdings anscheinend keinen Effekt. Jedenfalls lag die Kernrate (ohne Energie und Nahrungsmittel) in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres konstant bei 1,2%. Im gleichen Zeitraum hat sich der Auftrieb bei den volatilen Komponenten des Verbraucherpreisindex sogar wieder abgeschwächt, sodass sich der Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) wieder verlangsamte; er entsprach im Februar der Kernrate. Damit erreichte die Inflation gemessen am HVPI den niedrigsten Wert seit 2016.

Im weiteren Verlauf dieses Jahres dürften die Preise in den meisten großen Ländern vorerst langsamer als im vergangenen Jahr steigen. Ausschlaggebend ist ein Basiseffekt beim Ölpreis. Dieser wies in der ersten Hälfte vergangenen Jahres einen rückläufigen Trend auf, nahm aber in der zweiten Hälfte des Jahres wieder stärker zu. Bei Annahme konstanter Ölpreise dürften die Energiepreise bis September 2018 den Preisauftrieb dämpfen und erst zum Ende des Jahres Preisdruck erzeugen. Eine Ausnahme ist Frankreich, wo die Tabaksteuer erhöht wird. Nach Schätzungen der französischen Zentralbank (Banque de France 2017) dürfte der Beitrag der Steuererhöhung zur Inflation ca. 0,3 Prozentpunkte betragen.

## Die Regionen im Einzelnen

**Tabelle 4**

### Gesamtstaatliche Budgetsalden im Euro-Raum: Gesamtbilanz und Primärbilanz

2017 bis 2019; in % des nominalen BIP

	2017		2018 <sup>P</sup>		2019 <sup>P</sup>	
	Gesamt	Primär	Gesamt	Primär	Gesamt	Primär
Deutschland	-0,1	1,1	0,1	1,2	-0,2	0,8
Frankreich	-2,8	-1,0	-2,8	-1,0	-2,8	-1,1
Italien	-2,1	1,7	-1,8	1,8	-2,0	1,5
Spanien	-3,2	-0,7	-2,3	0,0	-1,5	0,7
Niederlande	0,7	1,7	0,6	1,4	0,9	1,7
Belgien	-1,5	1,1	-1,5	0,9	-1,6	0,6
Österreich	-1,0	0,8	-1,0	0,7	-0,9	0,7
Irland	-0,5	1,5	0,9	2,6	1,2	2,8
Finnland	-1,6	-0,6	-1,6	-0,6	-1,4	-0,4
Portugal	-1,5	2,5	-1,4	2,2	-1,1	2,4
Griechenland	-1,3	1,9	0,2	3,3	-0,4	2,7
Slowakei	-1,6	-0,3	-1,3	0,0	-1,0	0,3
Luxemburg	0,3	0,6	0,3	0,6	0,5	0,7
Slowenien	-0,8	1,8	0,3	2,2	1,3	3,0
Litauen	0,5	1,7	1,1	1,9	1,6	2,4
Lettland	-1,1	-0,2	-1,1	-0,3	-1,2	-0,4
Estland	-0,1	-0,1	0,1	0,2	0,5	0,5
Zypern	1,1	3,6	1,7	3,9	2,4	4,5
Malta	1,0	2,9	1,2	2,9	1,9	3,5
<b>Euro-Raum</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,8</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,7</b>	<b>-1,2</b>	<b>0,6</b>

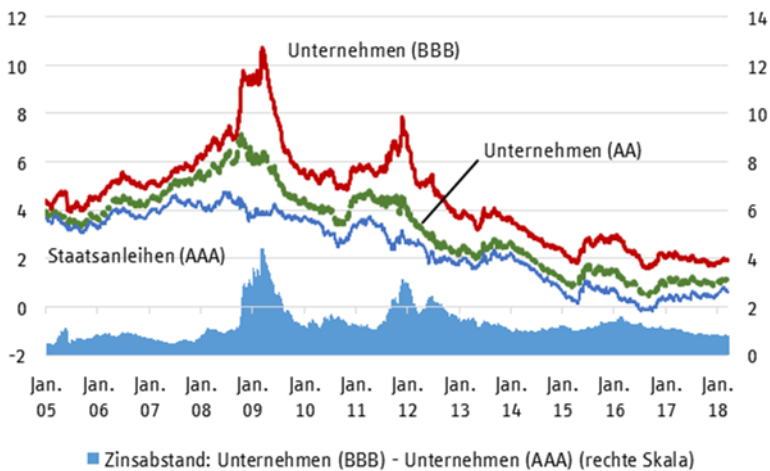
Eigene Berechnungen nach Angaben von Eurostat und AMECO. Zur Berechnung vgl. Schmidt et al. (2016). - <sup>P</sup>Prognose.

#### Gute Konjunktur verbessert die Lage der öffentlichen Haushalte

Der Finanzierungssaldo der öffentlichen Haushalte hat sich konjunkturbedingt im vergangenen Jahr in den meisten Ländern des Euro-Raums verbessert. Dazu trugen die aufgrund der günstigen Finanzierungsbedingungen sinkenden Zinsausgaben der öffentlichen Hand bei. Das zusammengefasste Budgetdefizit der Länder betrug in 2017 in Relation zum BIP 1,2%, eine Verbesserung um 0,5%-Punkte gegenüber 2016. Wie im Herbst prognostiziert wurde, ist das Defizit in Frankreich unter die Maastricht-Grenze von 3% in Relation zum BIP gesunken, was zur Einstellung des Defizitverfahrens führen dürfte. Der strukturelle Primärüberschuss, d.h. der um konjunkturelle Schwankungen bereinigte Saldo, ist im Jahr 2017 um 0,2%-Punkte gegenüber dem Vorjahr zurückgegangen und deutet damit auf eine leicht expansive Ausrichtung der Finanzpolitik hin.

# Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

**Schaubild 5**  
**Zinsen im Euroraum**  
In %



Eigene Darstellung nach Angaben von Macrobond

Lediglich in Italien, in Frankreich und in Spanien dürfte der expansive Kurs der Finanzpolitik im Prognosezeitraum fortgesetzt werden, zumal in diesen Ländern Senkungen von direkten Steuern und Sozialbeiträgen geplant sind. Allerdings dürften sich im Prognosezeitraum angesichts allmählich steigender Kapitalmarktzinsen die Entlastungen bei den Zinszahlungen abschwächen. Daher ist zu erwarten, dass der Primärsaldo leicht sinken wird. Im Euro-Raum Durchschnitt dürfte die Politik leicht expansiv ausgerichtet sein. Dabei dürfte sich der Gesamtsaldo kaum verändern und in beiden Jahren -1,2% betragen (Tabelle 4).

## Monetäre Rahmenbedingungen bleiben vorteilhaft

Die Geldpolitik ist nach wie vor expansiv ausgerichtet. Seit März 2016 liegt die Verzinsung der Einlagefazilität bei -0,4%, der Hauptrefinanzierungsgeschäfte bei 0%. Der Ankauf von Wertpapieren im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) wurde zum Januar 2018 von 60 Mrd. Euro auf 30 Mrd. Euro reduziert. Das Programm soll bis mindestens Ende September 2018 fortgeführt werden.

Mit der außergewöhnlich expansiven Ausrichtung der Geldpolitik in den vergangenen Jahren ging ein Rückgang der Finanzierungskosten für private Haushalte und

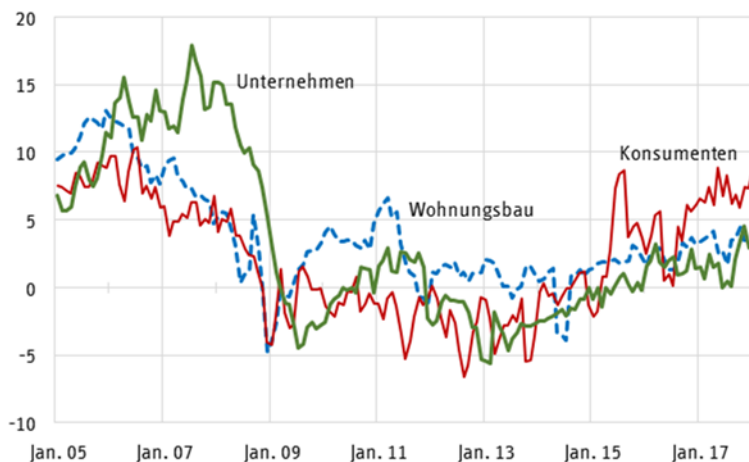


## Die Regionen im Einzelnen

**Schaubild 6**

### Veränderung der Kreditbestände

Annualisierte Raten in %; Saisonbereinigt



Eigene Darstellung nach Angaben von Macrobond

Unternehmen einher. Aktuell sind diese weiter außergewöhnlich günstig. Zwar haben in den vergangenen Monaten die Renditen für Staatsanleihen höchster Bonität leicht angezogen (Schaubild 5). Dies hat bisher jedoch nur wenig auf die Kosten der Kapitalmarktfinanzierung für Unternehmen durchgeschlagen, da leicht rückläufige Risikoprämien diesen Anstieg des sicheren Langfristzinses abgefedert haben. Auch die Kosten der Kreditfinanzierung sind aktuell weiter außergewöhnlich gering. Dies gilt sowohl für private Haushalte als auch für Unternehmen.

Mit den günstigen Bedingungen der Kreditfinanzierung – neben den geringen Kosten deutet der Bank Lending Survey auf nahezu unveränderte, für Wohnungsbaukredite gar leicht gelockerten, Vergabestandards hin – ging eine deutliche Ausweitung der Kreditvolumina einher (Schaubild 6).

Für den Prognosezeitraum erwarten wir, dass sich die Konjunktur im Euro-Raum weiter belebt und die Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten weiter steigt. Damit einhergehend wird ein Rückgang der Arbeitslosigkeit und ein steigender Preisauftrieb erwartet (Tabelle 5). Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass die EZB ihre außergewöhnlich expansive Ausrichtung der Geldpolitik etwas reduziert. Das APP sollte aufgrund der hohen Unsicherheit über die konjunkturellen Impulse

## Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

**Tabelle 5**  
**Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den**  
**Ländern des Euro-Raums**

2017 bis 2019

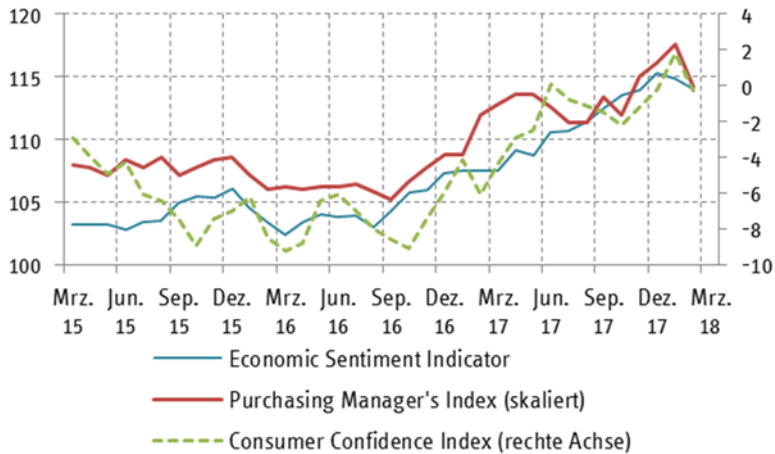
	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise <sup>1</sup>			Arbeitslosenquote <sup>2</sup>		
	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %						in %		
	2017	2018 <sup>p</sup>	2019 <sup>p</sup>	2017	2018 <sup>p</sup>	2019 <sup>p</sup>	2017	2018 <sup>p</sup>	2019 <sup>p</sup>
Deutschland	2,5	2,4	1,9	1,7	1,9	1,9	3,8	3,4	3,1
Frankreich	2,0	2,1	1,7	1,2	1,4	1,5	9,4	9,1	9,1
Italien	1,5	1,4	1,3	1,3	1,1	1,4	11,3	10,8	10,5
Spanien	3,1	2,7	2,4	2,0	1,4	1,7	17,2	15,2	12,8
Niederlande	3,2	2,9	2,4	1,3	1,3	1,5	4,8	4,2	3,9
Belgien	1,7	1,7	1,6	2,2	2,1	1,9	7,2	6,6	6,3
Österreich	3,0	2,8	1,8	2,2	2,2	2,2	5,5	5,2	5,2
Irland	7,1	6,7	3,8	0,2	0,8	1,1	6,7	5,3	3,7
Finnland	3,0	2,4	2,0	0,8	0,9	1,1	8,7	8,5	8,5
Portugal	2,7	2,4	2,0	1,6	1,6	1,5	9,0	7,9	7,0
Griechenland	1,3	1,3	1,4	1,1	0,6	1,2	21,5	20,3	18,1
Slowakei	3,4	3,1	2,6	1,4	1,5	1,2	8,1	6,9	5,9
Luxemburg	3,1	4,0	3,8	2,1	1,5	1,8	6,4	5,7	5,6
Slowenien	5,0	4,8	4,6	1,5	1,3	1,6	6,8	6,5	6,4
Litauen	3,8	3,7	3,3	3,7	3,0	2,8	7,1	6,2	6,0
Lettland	5,0	4,3	4,3	2,9	2,4	2,5	8,7	8,0	7,4
Estland	4,8	4,8	3,9	3,7	3,4	3,1	5,8	5,0	4,7
Zypern	3,9	3,8	3,4	0,7	0,7	1,0	11,1	9,6	8,6
Malta	7,3	7,0	6,3	1,3	1,3	1,5	4,0	3,5	3,1
<b>Euro-Raum<sup>3</sup></b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,7</b>	<b>8,4</b>	<b>7,8</b>	<b>7,2</b>
Großbritannien	1,7	1,5	1,3	2,6	2,4	2,1	4,4	4,3	4,3
Neue EU-Staaten	4,8	3,9	3,5	1,7	2,6	2,5	4,8	4,4	4,3
Schweden	2,7	2,6	1,9	1,9	1,5	1,6	6,7	6,4	6,1
Dänemark	2,1	1,9	2,0	1,1	1,5	1,6	5,7	5,2	5,0
<b>EU-28<sup>3</sup></b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>1,8</b>	<b>7,6</b>	<b>7,1</b>	<b>6,7</b>

*Eigene Berechnungen nach Angaben von Eurostat und nationalen Quellen. - <sup>1</sup>Harmonisierte Verbraucherpreisindizes (außer Großbritannien). - <sup>2</sup>Standardisiert. - <sup>3</sup>Mit dem Bruttoinlandsprodukt bzw. der Zahl der Erwerbspersonen von 2017 gewogener Durchschnitt der aufgeführten Länder. - <sup>p</sup>Prognose.*

des Ankaufs von Wertpapieren (Greenlaw et al. 2018) und der problematischen Verquickung von Geld- und Fiskalpolitik aufgrund des Ankaufs von Staatsanleihen für die Unabhängigkeit der Notenbank (SVR 2017) im September 2018 beendet werden.

## Die Regionen im Einzelnen

**Schaubild 7**  
**Stimmungsindikatoren im Euro-Raum**  
2015 bis 2018



Eigene Darstellung nach Angaben Macrobond und der Europäische Kommission.

Bei steigender Kapazitätsauslastung erwarten wir ein Anziehen der Inflation. Zwar dürfte diese auch 2019 mit durchschnittlich 1,7% unter dem mittelfristigen Ziel von knapp unter aber nahe bei 2% liegen. Für den Jahresverlauf sind aber steigende Raten zu erwarten. Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass die EZB die maßgeblichen Leitzinsen in der zweiten Jahreshälfte 2019 leicht anheben wird. Insgesamt bleiben die monetären Rahmenbedingungen im Prognosezeitraum vorteilhaft, wengleich die Finanzierungskosten für private Haushalte und Unternehmen leicht steigen dürften.

### *Ausblick: Expansion verliert etwas an Fahrt*

Seit Beginn des Jahres sind die Stimmungsindikatoren der Europäischen Kommission wie der Consumer Confidence Index und der Economic Sentiment Index, etwas zurückgegangen, nachdem sie in der zweiten Jahreshälfte 2017 historisch hohe Werte erreicht hatten. Auch der Purchasing Managers' Index war bis zum Ende des vergangenen Jahres deutlich aufwärtsgerichtet und ist danach leicht gesunken (Schaubild 7). Dies ist aber wohl eher ein Reflex des geringeren Produktionszuwachses im vierten Quartal des zurückliegenden Jahres als eine Anpassung der Erwartungen über

## Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

**Schaubild 8**  
**Kapazitätsauslastung<sup>1</sup> im Euro-Raum**  
1996 bis 2018; in %



Eigene Darstellung nach Angaben Macrobond und der Europäischen Kommission. – <sup>1</sup>Industrial Confidence Index der Europäischen Kommission.

die zukünftige Entwicklung. Denn die Kapazitätsauslastung befindet sich laut des Industrial Confidence Indicators der Europäischen Kommission zurzeit auf dem vor der globalen Finanzkrise Anfang 2008 erreichten Niveau (Schaubild 8). Zusammengekommen sprechen die Indikatoren, dafür, dass sich die gesamtwirtschaftliche Expansion in kaum verändertem Tempo fortsetzt.

Der kräftige Anstieg der Auslandsnachfrage und die günstigen Finanzierungsbedingungen dürften weiter die Konjunktur im Euro-Raum stützen. Allerdings ist zu erwarten, dass sich die Auslandsnachfrage im Prognosezeitraum etwas abschwächt. Auch die Finanzierungsbedingungen dürften weniger günstig sein, weil die EZB die geldpolitische Wende einleiten wird und die langfristigen Zinsen deshalb wohl zu steigen beginnen. Angesichts der positiven und sich wohl weiter öffnenden Produktionslücke dürfte sich gegen Ende des Prognosezeitraums der Preisauftrieb verstärken. Dadurch dürfte die Expansion der Realeinkommen und damit der private Konsum gedämpft werden. Vor diesem Hintergrund rechnen wir mit einer Verringerung der Zuwachsraten des BIP.

In diesem Jahr dürfte die Expansionsrate der gesamtwirtschaftlichen Produktion im Euro-Raum bei 2,4% liegen; im Jahr 2019 wird sie voraussichtlich auf 1,9% zurückgehen. Dabei dürfte sich die Lage am Arbeitsmarkt weiter verbessern und die

## Die Regionen im Einzelnen

**Tabelle 6**

### **Eckwerte der Konjunktur im Euro-Raum**

2015 bis 2019; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %

	2015	2016	2017	2018 <sup>P</sup>	2019 <sup>P</sup>
Privater Konsum	1.8	1.9	1.7	1.7	1.7
Öffentlicher Konsum	1.3	1.8	1.2	1.4	1.4
Bruttoanlageinvestitionen	3.0	4.5	3.1	3.1	3.2
Vorratsveränderungen <sup>1</sup>	0.0	-0.1	0.0	0.1	0.0
Inlandsnachfrage	1.9	2.4	1.9	2.1	2.0
Export	6.1	3.4	5.3	5.6	5.2
Import	6.5	4.8	4.3	5.3	5.6
Außenbeitrag <sup>1</sup>	0.1	-0.4	0.6	0.4	0.1
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	<b>2.0</b>	<b>1.8</b>	<b>2.5</b>	<b>2.4</b>	<b>1.9</b>
Verbraucherpreise	0.0	0.2	1.5	1.5	1.7
Arbeitslosenquote <sup>2</sup>	10.9	10.0	9.1	8.4	7.7

*Eigene Berechnungen nach Angaben von Eurostat. - <sup>P</sup>Eigene Prognose. - <sup>1</sup>Wachstumsbeitrag in %-Punkten. - <sup>2</sup>Harmonisiert nach ILO, in % der Erwerbspersonen.*

Arbeitslosenquote auf 8,4% im Jahresdurchschnitt 2018 und auf 7,7% im Jahr 2019 zurückgehen. Die Inflationsrate wird im Euro-Raum voraussichtlich 1,5% betragen, was teilweise auf Basiseffekte zurückzuführen ist. Für 2019 wird eine Inflationsrate von 1,7% erwartet, im Wesentlichen getrieben von der steigenden Kapazitätsauslastung. Dies spiegelt auch die Kerninflationsrate wider. Sie dürfte 2018 mit 1,2% eine ähnliche Rate erreichen wie im vergangenen Jahr und im Jahr 2019 auf 1,6% steigen (Tabelle 6).

Die Risiken für die Konjunktur im Euro-Raum sind vor allem wirtschaftspolitischer Natur. Nach der Parlamentswahl in Italien herrscht zurzeit erhebliche Unsicherheit über den wirtschaftspolitischen Kurs. Obwohl das Referendum über die Unabhängigkeit Kataloniens bisher keine große Auswirkung auf die spanische Wirtschaft hatte, könnte eine erneute Zuspitzung der Krise dämpfende Wirkung auf die wirtschaftliche Erholung in Spanien haben. Zudem sind die Folgen der Brexit-Entscheidung schwer abzuschätzen, da viele Verhandlungsfragen noch offen sind.

Positive Entwicklungen bei den Handelspartnern der EU, wie z.B. Impulse ausgehend von der Steuerreform in den USA, könnten die Konjunktur stärker beleben. Allerdings nimmt bei einem kräftigen Wachstum des Euro-Raums das Risiko zu, dass ein Aufwertungsdruck auf den Wechselkurs entsteht. Nach Sensitivitätsanalyse der EZB, dürfte ein unerwarteter Anstieg des Euro-Wechselkurses von ca. 15% bis zum Jahr 2020 die Produktion um 0,2 und 0,6 Prozentpunkte in den Jahren 2018 und 2019 dämpfen (EZB 2017).

## Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

### 2.6. Großbritannien trotz Brexit auf Expansionskurs

In Großbritannien wurde die gesamtwirtschaftliche Produktion 2017 trotz Brexit-Verhandlungen um 1,7% ausgeweitet. Nach einem schwachen Jahresauftakt hat sich das Expansionstempo des britischen BIP im zweiten Halbjahr beschleunigt. Vor allem die Dienstleistungen trugen wieder stärker zum Wachstum bei, während sich das Produzierende Gewerbe und das Baugewerbe schwach entwickelten. Dabei hat sich die Investitionstätigkeit der Unternehmen im Verlauf des Jahres merklich verbessert. Auch die Wohnungsbauinvestitionen haben zum Jahresschluss deutlich zugenommen. Die privaten Konsumausgaben sind um 1,8% gestiegen. Dies war allerdings der schwächste Anstieg seit 2012. Vom Außenhandel gingen negative Impulse aus. Dies war vor allem auf das gestiegene Defizit im Warenhandel Großbritanniens mit den EU-Handelspartnern zurückzuführen, während im Dienstleistungsverkehr ein Überschuss zu verzeichnen war.

Die Arbeitsmarktlage hat sich im vergangenen Jahr weiter verbessert. Der Beschäftigungsaufbau hat sich sogar beschleunigt; die Beschäftigungsquote, d.h. der Anteil der Beschäftigten in der Altersgruppe der 16- bis 64-Jährigen hat im Jahr 2017 mit 75% einen neuen Höchststand erreicht. Dem entsprechend liegt die Arbeitslosenquote mit zuletzt 4,4% auf einem historisch niedrigen Niveau. Angesichts der kontinuierlichen Verbesserung der Arbeitsmarktlage zeigt die Lohnentwicklung – nach einer anhaltenden Seitwärtsbewegung – Anzeichen einer Belebung. Der Anstieg der Reallöhne fiel aber vor dem Hintergrund der Pfund-Abwertung und der daraus resultierenden Verteuerung von Importen wesentlich geringer aus. Das Wachstum der Arbeitsproduktivität blieb gleichzeitig schwach. Zum einen könnte dies daran liegen, dass der Beschäftigungsaufbau überwiegend im Niedriglohnsegment stattfindet. Zum anderen könnte dies eine Folge der mäßigen Investitionstätigkeit der Unternehmen in den vergangenen Jahren sein, welche sich in einem alternden Kapitalstock widerspiegelt und damit das Produktivitätswachstum dämpft.

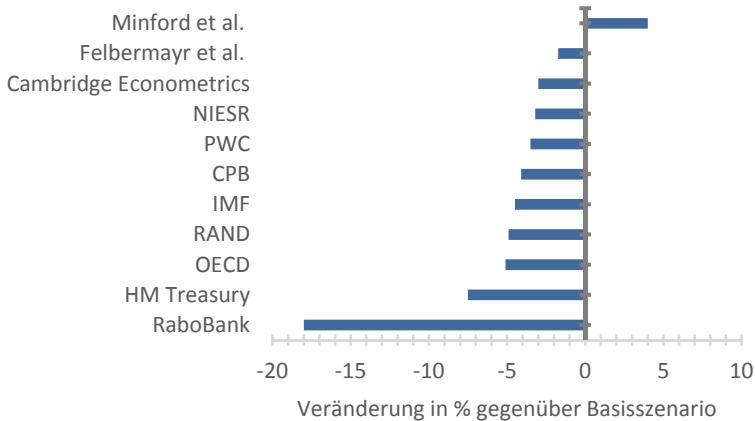
Angesichts der inzwischen auf 2,6% gestiegenen Verbraucherpreisinflation hat die Bank von England ihren Leitzins auf 0,5% erhöht. Damit haben sich die Finanzierungsbedingungen für die privaten Haushalte und die Unternehmen etwas verschlechtert. Dagegen wurde der fiskalpolitische Kurs gelockert. So ist mit einer merklichen Ausweitung der Gesundheits- und Bildungsausgaben zu rechnen. Allerdings ist das öffentliche Budgetdefizit aufgrund des geringeren BIP-Wachstums bereits gestiegen, und der öffentliche Schuldenstand hat sich auf 88% in Relation zum BIP erhöht.

## Die Regionen im Einzelnen

### Schaubild 9

#### Effekte des Brexit auf die Wirtschaftsleistung Großbritanniens

Abweichung des BIP vom Basisszenario: Ergebnisse von Modellsimulationen



Eigene Darstellung nach Angaben von Cambridge Econometrics (2018), CPB (2016), Felbermayr et al. (2017), HM Treasury (2016), IMF (2016), Minford et al. (2015), Ebell und Warren (2016), OECD (2016), PWC (2016), RaboBank (2017), Ries et al. (2017).

Im Prognosezeitraum dürfte sich die gesamtwirtschaftliche Expansion mit moderatem Tempo fortsetzen. Vor allem ist damit zu rechnen, dass der private Konsum aufgrund der schwachen Reallohnentwicklung nur mäßig ausgeweitet wird. Zudem dürfte die Investitionstätigkeit verhalten bleiben. Zwar kommen modellgestützte Simulationen eines EU-Austritts zu sehr unterschiedlichen BIP-Effekten (Schaubild 9). Die mit den Verhandlungen verbundene Unsicherheit dürfte die gesamtwirtschaftliche Aktivität ebenfalls senken. Zwar ist der Economic Policy Uncertainty Index für Großbritannien in den letzten Monaten stark gesunken, und der Pfund-Wechselkurs hat sich etwas stabilisiert. Aber die zuletzt zu beobachtende hohe Aktienmarktvolatilität deutet auf eine erhöhte Unsicherheit hin.

Im weiteren Prognosezeitraum wird wohl das britische BIP mit abnehmenden Raten expandieren. Dabei dürfte sich die Arbeitsmarktlage angesichts des bereits in einigen Wirtschaftsbereichen erkennbaren Arbeitskräftemangels weiter verbessern, wenn auch mit nachlassendem Tempo. Die Inflation dürfte im gesamten Prognosezeitraum über dem 2%-Ziel der Zentralbank liegen. Darüber hinaus wird die wirtschaftliche Aktivität zu einem erheblichen Teil von den Verhandlungen über den

## Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

---

Brexit bestimmt.<sup>3</sup> Alles in allem prognostizieren wir ein BIP-Wachstum 2018 von 1,5% und 2019 von 1,3%. Die Verbraucherpreisinflation dürfte dabei bei 2,4% in diesem und 2,1% 2019 liegen.

### 2.7. Kräftiger Aufschwung in den mittel- und osteuropäischen Staaten setzt sich fort

In den mittel- und osteuropäischen EU-Mitgliedstaaten festigte sich der Wirtschaftsaufschwung im Vorjahr. In Rumänien nahm die Wirtschaftsleistung, getragen vom privaten Konsum, mit 7% besonders stark zu. In Polen, in Tschechien und in Ungarn wurde das BIP mit Raten von über 4% ausgeweitet. Die Produktionslücke ist in diesen Ländern inzwischen zum Teil deutlich positiv.

Die treibende Kraft des Aufschwungs ist die Inlandsnachfrage. Vor allem der private Konsum wird, infolge stark steigender Realeinkommen bei zunehmender Beschäftigung und sinkender Arbeitslosigkeit, besonders kräftig ausgeweitet. Zudem stützt eine expansive Geld- und Fiskalpolitik die Konjunktur. Die Investitionstätigkeit belebte im Verlaufe von 2017 auch deshalb, weil wieder vermehrt Fördermittel seitens der EU bereitgestellt wurden, insbesondere in Ungarn, Polen und Tschechien. In Tschechien haben auch die Nettoexporte einen beträchtlichen Beitrag zur Expansion geleistet. In den anderen Ländern dieser Region hingegen dämpfte der Außenbeitrag das gesamtwirtschaftliche Expansionstempo aufgrund rasch steigender Importe.

Der kräftige konjunkturelle Aufschwung sowie der vorübergehende Anstieg von Rohöl- und Nahrungsmittelpreisen führten zu einer Zunahme der Inflation in allen Ländern der Region. Bei einer weiter zurückgehenden Arbeitslosigkeit und einem steigenden Lohndruck dürfte die Inflation im Prognosezeitraum weiter anziehen. Es ist daher zu erwarten, dass die Teuerungsraten in Tschechien, Ungarn und Rumänien in diesem Jahr die Inflationsziele der jeweiligen Notenbanken überschreiten werden.

Vor diesem Hintergrund dürfte die Geldpolitik in diesem Jahr in einigen Ländern gestrafft werden. In Tschechien hat die Zentralbank bereits im Vorjahr die Zinsen zum ersten Mal angehoben. Die rumänische Zentralbank hat seit Jahresbeginn die Zinsen schon zweimal angehoben. Weitere Leitzinserhöhungen werden bis Ende des Jahres in Rumänien und Polen erwartet. Die ungarische Zentralbank dürfte ihre expansive Geldpolitik bis zum Erreichen des Inflationsziels fortsetzen.

---

<sup>3</sup> *Einen Überblick über mögliche Austrittsszenarien und deren Auswirkungen findet man in Döhrn und Rujin (2017), SVR (2016), Felbermayr et al. (2017).*



## Die Regionen im Einzelnen

**Tabelle 7**

### Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosigkeit in neuen Mitgliedsländern der EU

2017 bis 2019

	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote <sup>1</sup>		
	2017	2018 <sup>P</sup>	2019 <sup>P</sup>	2017	2018 <sup>P</sup>	2019 <sup>P</sup>	2017	2018 <sup>P</sup>	2019 <sup>P</sup>
	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %						in %		
Polen	4.6	4.0	3.5	1.6	2.2	2.6	4.9	4.5	4.5
Tschechien	4.3	3.4	3.0	2.4	2.5	2.3	2.9	2.5	2.3
Rumänien	7.0	4.7	4.5	1.1	3.9	2.8	4.9	4.6	4.5
Ungarn	4.0	3.7	3.2	2.4	3.0	3.0	4.2	4.2	4.0
Bulgarien	3.6	3.8	3.5	1.2	1.6	1.7	6.3	5.9	5.6
Kroatien	2.8	2.8	2.8	1.3	1.4	1.8	11.1	10.0	9.7
<b>Insgesamt<sup>2</sup></b>	<b>4.8</b>	<b>3.9</b>	<b>3.5</b>	<b>1.7</b>	<b>2.6</b>	<b>2.5</b>	<b>4.8</b>	<b>4.4</b>	<b>4.3</b>

Eigene Berechnungen nach Angaben von Eurostat und nationalen Quellen. - <sup>1</sup>Standardisiert. - <sup>2</sup>Mit dem Bruttoinlandsprodukt bzw. der Zahl der Erwerbspersonen von 2017 gewogener Durchschnitt der aufgeführten Länder. - <sup>P</sup>Prognose.

Die Finanzpolitik bleibt in allen Ländern expansiv ausgerichtet. So werden in Ungarn, Tschechien und Rumänien die Gehälter im öffentlichen Sektor erhöht, zudem werden in Rumänien und Ungarn Steuersenkungen wirksam. Nachdem im Vorjahr in Rumänien die Einhaltung einer Defizitquote von 3% nur durch drastische Kürzungen der öffentlichen Investitionen möglich war, werden in diesem und im nächsten Jahr bei angekündigten Lohnerhöhungen und Steuersenkungen wohl wieder Korrekturmaßnahmen notwendig sein, um das Haushaltsdefizit einzudämmen. In Polen dürften höhere öffentliche Investitionen sowie zusätzliche Rentenausgaben infolge einer Senkung des Eintrittsalters das Budgetdefizit ausweiten, wenn keine Gegenmaßnahmen ergriffen werden. Eine Ausweitung des Budgetdefizits wird auch in Bulgarien in diesem und im nächsten Jahr erwartet. In Tschechien hingegen wird wegen steigender Steuereinnahmen für die Jahre 2018 und 2019 mit weiteren Budgetüberschüssen gerechnet.

Alles in allem dürfte sich der kräftige Aufschwung in diesem und im nächsten Jahr mit nur leicht abgeschwächten Zuwachsraten fortsetzen. So dürften von mit EU-Mitteln kofinanzierten öffentlichen Investition Impulse für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage ausgehen. Der private Konsum dürfte die Konjunktur weiterhin stützen. Dabei gehen vor allem von einer deutlichen Ausweitung der Privatkrediten und insbesondere der Wohnungsbaukredite Impulse aus. Allerdings dürften die Realeinkommen aufgrund der steigenden Inflation nur moderat zunehmen. Der Beitrag der Nettoexporte zur BIP-Expansion dürfte aber durch die kräftige Importnachfrage nach

## Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

---

Konsum- und Investitionsgütern weiter zurückgehen. Zudem dürften nachlassende fiskalische Impulse und dämpfende geldpolitische Maßnahmen das gesamtwirtschaftliche Expansionstempo im nächsten Jahr abschwächen. Insgesamt ist in den mittel- und osteuropäischen Ländern eine durchschnittliche Zunahme des BIP um 3,9% in diesem und um 3,5% im kommenden Jahr zu erwarten (Tabelle 7).

### Literatur

Banque de France (2017), Macroeconomic Projections, December.

Bank von Japan (2018), Outlook for Economic Activity and Prices January 2018.

Baumann, U. und A. G. Dizioli (2018), The Macroeconomic Impact of the US Tax Reform, *ECB Economic Bulletin* 1, 20-24.

Cambridge Econometrics (2018), Preparing for Brexit, Report for Greater London Authority, January.

CPB (2016), Brexit Costs for the Netherlands Arise from Reduced Trade. CPB Policy Brief 2016/07. <https://www.cpb.nl/sites/default/files/omnidownload/CPB-Policy-Brief-2016-07-Brexit-costs-for-the-netherlands-arise-from-reduced-trade.pdf>

Döhrn R. und S.Ruijn (2017), Unsicherheit über Brexit-Modalitäten prägt Konjunktur in Großbritannien. *RWI Konjunkturberichte* 68 (3): 49-65.

Ebell, M. und J. Warren (2016), The long-term economic impact of leaving the EU. *National Institute Economic Review*, 236(1), 121-138.

Europäische Zentralbank (2017), Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet, März.

Felbermayr, G., J. Grösche, I. Heiland, M. Braml, und M. Steininger (2017), Ökonomische Effekte eines Brexit auf die deutsche und europäische Wirtschaft, Ifo-Institut für Wirtschaftsforschung.

Gaidar Institute, RANEP, RFTA (2017): Monitoring of Russia's Economic Outlook. URL: <http://iep.ru/files/RePEc/gai/mreoen/mreoen-2017-12-842.pdf>

Gale, W.G. und A.A. Samwick (2016), Effects of Income Tax Changes on Economic Growth, Brookings.

Greenlaw, D., J.D. Hamilton, E.S. Harris und K.D. West (2018), A Skeptical View of the Impact of the Fed's Balance Sheet, mimeo.

Heinemann, F., O. Pfeiffer, T. Schwab, C. Spengel, M. Olbert und K. Stutzenberger (2017), Analysis of US Corporate Tax Reform Proposals and their Effects for Europe and Germany, Mannheim.

## Die Regionen im Einzelnen

---

- HM Treasury (2016), HM Treasury analysis: the long-term economic impact of EU membership and the alternatives.  
[https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment\\_data/file/517415/treasury\\_analysis\\_economic\\_impact\\_of\\_eu\\_membership\\_web.pdf](https://www.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/517415/treasury_analysis_economic_impact_of_eu_membership_web.pdf)
- IMF (2016), United Kingdom – Selected Issues’, IMF Country Report No. 16/169, June 2016. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2016/cr16169.pdf>
- Minford, P., S. Gupta, V.P.M. Le, V. Mahambare und Y. Xu (2015), Should Britain Leave The EU? An Economic Analysis of a Troubled Relationship, Edward Elgar Publishing.
- Knobel A. (2018), Präsentation “Monitoring of Russia’s Economic Outlook in Russia” №2 (63), 2018. URL: <http://pressmia.ru/pressclub/20180205/951847486.html>
- Page, B., J. Rosenberg, J.R. Nunns, J. Rohaly und D. Berger (2017), Macroeconomic Analysis of the Tax Cuts and Jobs Act, Tax Policy Center.
- OECD (2016), The Economic Consequences of Brexit – A Taxing Decision, OECD Economic Policy Papers.
- PWC (2016), Leaving the EU: Implications for the UK economy. March 2016.  
<https://www.pwc.co.uk/economic-services/assets/leaving-the-eu-implications-for-the-uk-economy.pdf>
- PWC (2017), Congress gives final approval to tax reform conference committee agreement.
- RaboBank (2017), Assessing the economic impact of Brexit: background report.  
<https://economics.rabobank.com/publications/2017/october/assessing-economic-impact-brexite-background-report/>
- Ries, C. P., M. Hafner, T.D. Smith, F.G. Burwell, D. Egel, E. Han, M. Stepanek und H.J. Shatz (2017), After Brexit: Alternate forms of Brexit and their implications for the United Kingdom, the European Union and the United States. Santa Monica, CA: RAND Corporation. [https://www.rand.org/pubs/research\\_reports/RR2200.html](https://www.rand.org/pubs/research_reports/RR2200.html)
- Shackleton, R. (2018), Estimating and Projecting Potential Output Using CBO’s Forecasting Growth Model, Congressional Budget Office Working Paper 2018-03.
- SVR – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2016), Zeit für Reformen, Jahresgutachten 16/17, Wiesbaden.
- SVR – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2018), für eine zukunftsorientierte Wirtschaftspolitik, Jahresgutachten 17/18, Wiesbaden.
- Tax Foundation (2017), Preliminary Details and Analysis of the Tax Cut and Jobs Act.