

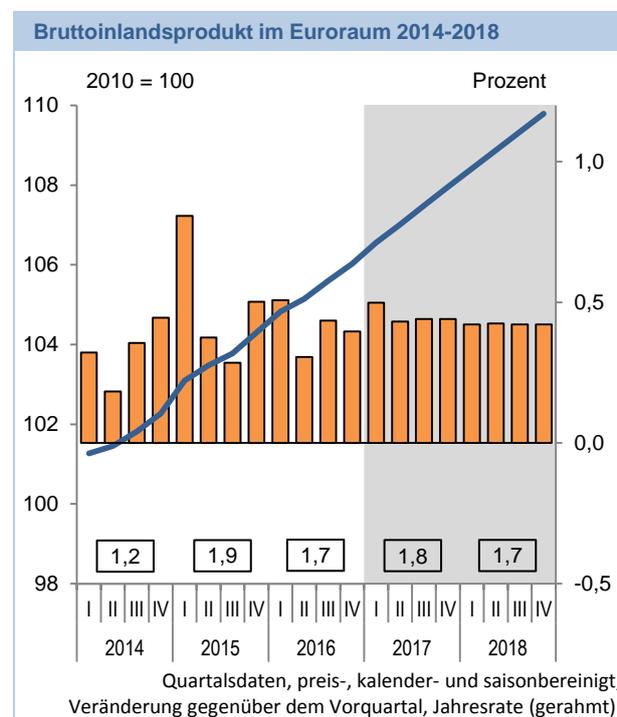
## Euroraum trotz vieler Unwägbarkeiten im Aufwind

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

Die konjunkturelle Erholung im Euroraum bleibt insgesamt moderat. Verschiedene Stimmungsindikatoren haben sich in den vergangenen Monaten zwar verbessert und deuten auf eine beschleunigte konjunkturelle Grundtendenz hin. Allerdings sind wichtige harte (nicht umfragebasierte) Indikatoren zuletzt hinter den gestiegenen Erwartungen zurückgeblieben, allen voran die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts im vierten Quartal 2016. So gibt es derzeit noch wenig belastbare Evidenz für eine spürbare Belebung der bis zuletzt verzeichneten moderaten Expansionsdynamik. Diese ist im Prognosezeitraum weiterhin einer Fülle politischer Risiken ausgesetzt. Zu diesen Unwägbarkeiten zählen die bevorstehenden EU-Austrittsverhandlungen mit dem Vereinigten Königreich, wichtige Wahlen in vier der fünf größten Mitgliedsländer, sowie die schwer kalkulierbare Wirtschafts- und Handelspolitik der neuen US-Administration. Alles in allem sind die Auftriebskräfte im Euroraum gleichwohl intakt – die Arbeitslosigkeit ist weiter rückläufig, viele Frühindikatoren sind erkennbar aufwärts gerichtet und die Konjunktur wird weiterhin durch niedrige Zinsen und den geringen Außenwert des Euro unterstützt; zudem wird die Finanzpolitik im Prognosezeitraum voraussichtlich leicht expansiv ausgerichtet sein.

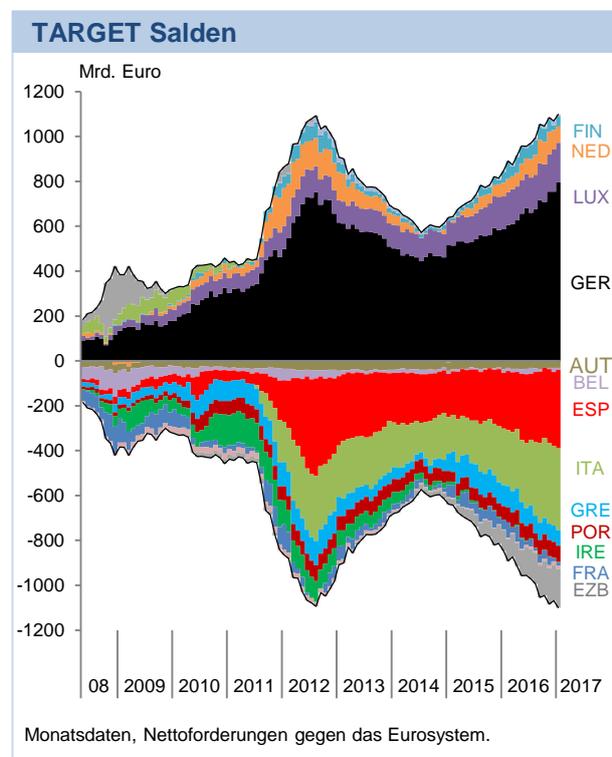
- **Das moderate Expansionstempo des Bruttoinlandsprodukts dürfte im Großen und Ganzen beibehalten werden.** Wir erwarten für das laufende Jahr eine Zunahme um 1,8 und für das kommende Jahr um 1,7 Prozent. Im Euroraum ohne Deutschland wird das Expansionstempo wohl geringfügig schwächer ausfallen.

- **Die Inflationsrate ist zuletzt sprunghaft gestiegen, wird allerdings wieder etwas zurückgehen und zum Ende des Prognosezeitraums bei etwa eineinhalb Prozent liegen.** Da die Preiskomponenten Energie und unverarbeitete Lebensmittel derzeit deutlich über ihrem Vorjahresniveau liegen, ist die Inflationsrate zuletzt auf 2,0 Prozent geklettert (Vorjahresrate im Februar). Die Kernrate der Inflation lag mit 0,9 Prozent dagegen weiterhin auf einem kaum veränderten Niveau. Unter der Annahme, dass die Energiepreise auf dem gegenwärtigen Niveau verharren, wird die Gesamtinflationsrate in den kommenden Monaten voraussichtlich wieder etwas zurückgehen. Die Kernrate wird sich nur allmählich aufgrund der anhaltenden konjunkturellen Erholung sowie möglichen Zweitrundeneffekten des gegenwärtigen Preisschubs auf knapp eineinhalb Prozent zum Ende des Prognosezeitraums erhöhen. Wir erwarten durchschnittliche Preissteigerungsraten von 1,5 Prozent im Jahr 2017 und 1,4 Prozent im Jahr 2018.



- **Die Lage am Arbeitsmarkt wird sich weiter verbessern.** Seit Mitte 2013 ist die Arbeitslosigkeit im Euroraum rückläufig. Laut aktuellen Arbeitsmarktdaten für Januar ist sie inzwischen auf 9,6 Prozent (ohne Deutschland: 12,0 Prozent) gefallen. Die Arbeitslosigkeit befindet sich allerdings immer noch auf einem deutlich höheren Niveau als vor der Weltfinanzkrise: Anfang des Jahres 2008 lag die Arbeitslosigkeit im Euroraum lediglich bei 7,3 Prozent (ohne Deutschland: 7,1 Prozent). Mit der prognostizierten weiteren wirtschaftlichen Erholung dürfte sich der rückläufige Trend bei den Arbeitslosenzahlen fortsetzen. Die Erwerbslosenquote dürfte von aktuell etwa 9,6 Prozent sukzessive auf 8,7 Prozent im Durchschnitt des Jahres 2018 sinken.

- **Die Finanzpolitik wird im Prognosezeitraum voraussichtlich leicht expansiv ausgerichtet sein.** Besonders deutlich dürfte dies im laufenden und im kommenden Jahr für Italien gelten. Die spanische Regierung hingegen wird wohl nach der kräftigen finanzpolitischen Expansion der Vorjahre einen in etwa neutralen Kurs verfolgen. Ähnliches gilt für die französische Regierung, wobei für das Jahr 2018 die Ausrichtung der Finanzpolitik nur schwerlich abzuschätzen ist – der Ausgang der anstehenden Präsidentschaftswahlen dürfte hier erheblichen Einfluss haben. Die prognostizierte Verbesserung des durchschnittlichen staatlichen Budgetdefizits im Euroraum sollte nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Finanzpolitik den Konsolidierungskurs in einigen großen Ländern des Euroraums nur halbherzig verfolgt oder dieser gänzlich in Frage gestellt wird.
  
- **Mit den Anleihekäufen der Europäischen Zentralbank ging ein Anstieg der Target2-Salden auf ein neues Allzeithoch einher.** Dies kann verschiedene Ursachen haben: zum einen sind die Verkäufer der aufgekauften Anleihen nicht gleichmäßig auf die Mitgliedsländer verteilt, sondern sind offenbar überproportional über die Bundesbank mit dem Eurosystem verbunden, so dass die ihnen zufließende Liquidität den deutschen Target-Saldo erhöht. Zweitens besteht wohl weiterhin eine unterschiedliche Risikoeinschätzung für die Finanzsysteme der einzelnen Euroländer: sofern die Akteure, die ihre Papiere an das Eurosystem verkaufen, erwarten, dass das im Gegenzug erhaltenen Zentralbankgeld in den Kernländern sicherer aufgehoben ist, werden sie ihre Einlagen in diese Länder verlagern. Drittens dürfte die derzeit übermäßige Liquiditätsversorgung den Abbau der Target-Positionen nicht begünstigen, denn eine Verlagerung von überschüssiger Liquidität per Interbankenkredit aus Überschussländern in die Bankensysteme der Länder mit Target-Defiziten ist angesichts der Liquiditätsflut nicht notwendig (Kasten TARGET).
  
- **Die EZB-Politik der Quantitativen Lockerung bringt unerwünschte Nebenwirkungen und zunehmende Risiken mit sich.** Theoretisch gibt es eine Reihe von Kanälen, über die ein Kaufprogramm wirken kann. Zu den wichtigsten gehören der Signalling-, der Portfolio-Balance- und der Wechselkurskanal. Empirisch betrachtet scheint QE zumindest einen Einfluss auf Finanzmarktvariablen zu haben, denn die Preise von Anleihen steigen und die langfristigen Zinsen sinken. Die Wirkung auf andere Variablen wie Bruttoinlandsprodukt und Inflation ist weniger eindeutig. Gleichzeitig ist mit QE eine Reihe von Nebenwirkungen und zunehmenden Risiken verbunden. So können notwendige Anpassungen im Finanzsektor und politische Reformen verschleppt werden, da eine längere Niedrigzinsphase Kreditausfälle hinauszögern und öffentliche Haushalte vorübergehend entlasten kann. Zudem besteht die Gefahr von Fehlallokationen durch die Anpassung der Produktionsstrukturen an das Niedrigzinsniveau, sowie die Gefahr, dass Banken durch eine übertriebene Fristentransformation große Risiken eingehen, die bei einer Zinswende zu neuen Problemen im Bankensektor führen können (Kasten Quantitative Lockerung).



**Eckdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung im Euroraum 2015–2018**

	2015	2016	2017	2018
Bruttoinlandsprodukt (BIP) <sup>a</sup>	1,9	1,7	1,8	1,7
ohne Deutschland <sup>a</sup>	2,1	1,7	1,7	1,6
Verbraucherpreise (HVPI) <sup>b</sup>	0,0	0,2	1,5	1,4
Arbeitslosenquote <sup>c</sup>	10,9	10,0	9,3	8,7
Finanzierungssaldo des Staates <sup>d</sup>	-2,1	-1,6	-1,4	-1,4

<sup>a</sup>Prozentuale Änderung des preis- und kalenderbereinigten Bruttoinlandsprodukts gegenüber dem Vorjahr. — <sup>b</sup>Prozentuale Änderung gegenüber dem Vorjahr. — <sup>c</sup>In Prozent der Erwerbspersonen. — <sup>d</sup>In Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts. — Grau hinterlegt: Prognose des IfW.

**Prof. Dr. Stefan Kooths**

Tel.: +49 (0) 30-2067-9664 (Büro Berlin)

Tel.: +49 (0) 431-8814-579 (Büro Kiel)

[stefan.kooths@ifw-kiel.de](mailto:stefan.kooths@ifw-kiel.de)

**Dr. Ulrich Stolzenburg**

Tel.: +49 (0) 431-8814-605

[ulrich.stolzenburg@ifw-kiel.de](mailto:ulrich.stolzenburg@ifw-kiel.de)