

## Internationales und europäisches Umfeld

### Weltwirtschaftliche Entwicklung

*Expansions-  
tempo der  
Weltwirtschaft  
nach wie vor  
verhalten*

Wie bereits im Winterhalbjahr 2015/2016 expandierte die Weltwirtschaft wohl auch im Frühjahr nur verhalten. Insbesondere in den Fortgeschrittenen Volkswirtschaften blieb die konjunkturelle Gangart mäßig, wobei sich die Wachstumskräfte zwischen einzelnen Ländern etwas verschoben. Dass das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) in den USA im zweiten Jahresviertel kaum kräftiger zulegen konnte als in der Vorperiode, war nicht zuletzt einer fortgesetzten Korrektur der Vorratsbildung geschuldet. Zugleich ließ im Euro-Raum der bemerkenswerte Schwung nach, mit dem die Wirtschaft in das Jahr gestartet war. Im Schnitt der ersten beiden Quartale entsprach das Wachstum hier in etwa dem moderaten Grundtempo, das seit längerem taktgebend ist und ausreicht, die Arbeitslosigkeit nach und nach zu reduzieren. Für das japanische BIP lagen zwar bei Abschluss dieses Berichts noch keine amtlichen Angaben vor. Allerdings spricht einiges dafür, dass das relativ starke Wachstum vom Jahresauftakt im zweiten Quartal nicht gehalten wurde. Trotz der erhöhten Unsicherheit im zeitlichen Umfeld des Brexit-Referendums zeigte sich die gesamtwirtschaftliche Aufwärtsbewegung im Vereinigten Königreich im Frühjahr robust. In den Schwellenländern scheint sich die Konjunktur weiter zu stabilisieren. In China dürfte dies vor allem den Bemühungen der Behörden, das Wachstum zu stimulieren, geschuldet sein. Zudem verfestigte sich im Verlauf der ersten Jahreshälfte der Eindruck, dass die Rezessionen in Brasilien und Russland abflauen.

*Keine  
Verwerfungen  
an Finanz-  
märkten nach  
Brexit-Votum*

Mit dem Votum des britischen Volkes vom 23. Juni 2016 für ein Ausscheiden des Vereinigten Königreichs aus der EU trat ein Ereignis ein, das zuvor vielfach als wichtiges Abwärtsrisiko für die Weltwirtschaft gewertet worden war. Befürchtungen, die Entscheidung für einen sogenannten Brexit könnte schwere Verwerfun-

gen an den internationalen Finanzmärkten zur Folge haben, bewahrheiteten sich jedoch nicht. Nach zunächst teils kräftigen Kursausschlägen beruhigten sich die Märkte recht zügig wieder (siehe Erläuterungen auf S. 40 ff.); ihre Funktionsweise war nicht beeinträchtigt.

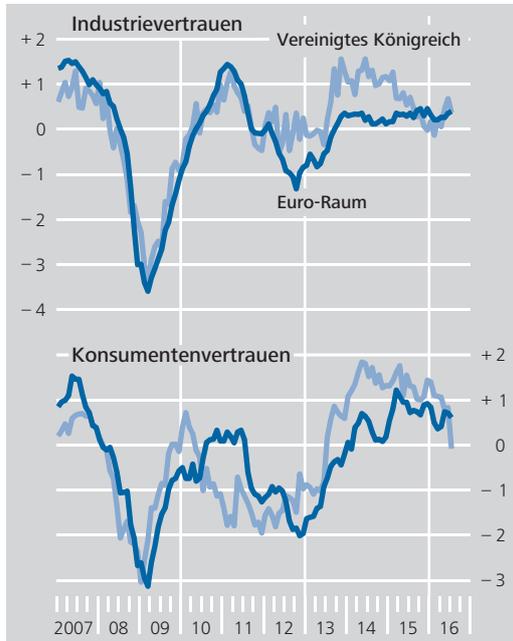
Gemäß den ersten verfügbaren Umfragen unter Verbrauchern und Unternehmen trübte sich zwar im unmittelbaren Gefolge des Referendums die Stimmung ein. Dies blieb aber im Wesentlichen auf das Vereinigte Königreich beschränkt. Die Vertrauensindikatoren für den Euro-Raum, der über den Außenhandel recht eng mit der britischen Wirtschaft verflochten ist, bewegten sich im Juli kaum. Selbst die Umfrageergebnisse für das Vereinigte Königreich zeichneten ein gemischtes Bild: Während die Einkaufsmanagerindizes stark nachgaben und eine Kontraktion der Wirtschaftsaktivität im Juli signalisierten, verloren laut Umfragen der EU-Kommission in erster Linie die Verbraucher an Vertrauen. Preissteigerungen im Gefolge der kräftigen Abwertung des britischen Pfund könnten die Konsumkonjunktur in Großbritannien in den kommenden Monaten in der Tat dämpfen. Umgekehrt dürften Exporteure von der Wechselkursverschiebung profitieren. Gemäß den Angaben der Bank of England berichtete die Mehrzahl ihrer Geschäftskontakte keine unmittelbaren Einschränkungen der Aktivität oder der Ausgaben nach dem Referendum. Zum Teil würden jedoch längerfristige Investitionsprojekte und Einstellungsabsichten überdacht.<sup>1)</sup> Inwieweit sich Unsicherheit und mangelnde Zuversicht letztlich in Erzeugung und Beschäftigung im Vereinigten Königreich niederschlagen, dürfte auch davon abhängen, wie lange die Ungewissheit über Tempo und Ausgestaltung des Ausstiegs und damit die mittel- bis langfristigen wirtschaftlichen Folgen anhält. Auf

*Stimmung-  
eintrübung  
im Vereinigten  
Königreich*

<sup>1</sup> Vgl.: Bank of England, Agents' summary of business conditions, July 2016 Update sowie August 2016 Update, verfügbar unter <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/agentssummary/>

### Ausgewählte Vertrauensindikatoren gemäß Umfragen der Europäischen Kommission

monatlich, saisonbereinigt und standardisiert<sup>1)</sup>



Quelle: Europäische Kommission und eigene Berechnungen.  
 1 Standardisierung durch Mittelwert und Standardabweichung ab Oktober 1985.

Deutsche Bundesbank

politischem Feld wurde im Vereinigten Königreich mit der raschen Bildung einer neuen Regierung ein wichtiger Schritt getan. Die Bank of England lockerte Anfang August ihren bereits außergewöhnlich expansiven geldpolitischen Kurs nochmals, um dämpfenden Effekten auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage entgegenzuwirken.

*Abwärtsrisiken für globales Wachstum eher reduziert*

Ein schwächeres Wachstum der britischen Wirtschaft allein stellt keine wesentliche Gefahr für die globale Konjunktur dar.<sup>2)</sup> Die Festigung des Arbeitsmarktes in den USA – zeitweise waren wieder Sorgen über ein Abrutschen in eine Rezession aufgekommen – und die Stabilisierung der Konjunktur in den Schwellenländern legen vielmehr nahe, dass die Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft zuletzt eher abgenommen haben. Eingedenk der bereits ergriffenen oder angekündigten Maßnahmen seitens der Geld- und Fiskalpolitik spricht zurzeit wenig dafür, das globale Wachstum durch neue staatliche Ausgabenprogramme anzukurbeln. Derar-

tige Forderungen waren in der Vergangenheit nicht zuletzt an Deutschland gerichtet worden. Für die internationalen Ausstrahlwirkungen fiskalpolitischer Stimuli über den Außenhandelskanal sind die Größenverhältnisse und der Grad der Verflechtung von Bedeutung. Modellrechnungen für eine temporäre Ausweitung der öffentlichen Nachfrage hierzulande zeigen, dass solche Spillover-Effekte selbst in vielen Partnerländern innerhalb des Euro-Raums klein ausfallen (siehe Erläuterungen auf S. 13 ff.). Nötig sind nicht neue konjunkturelle Strohfeuer, die sowohl räumlich als auch zeitlich begrenzt wären, sondern stärkere Anstrengungen der Industrie- und Schwellenländer, ihre Wirtschaftsstrukturen zu reformieren und so die Wachstumsaussichten dauerhaft zu verbessern.

Unter dem Eindruck des Brexit-Votums setzte der Stab des Internationalen Währungsfonds (IWF) im Rahmen der im Juli üblichen Aktualisierung des World Economic Outlook seine Wachstumsprojektionen für die britische Wirtschaft beträchtlich herab, und zwar um 0,2 Prozentpunkte in diesem Jahr und 0,9 Prozentpunkte im nächsten (auf +1,7% bzw. +1,3%). Die Jahresdurchschnittsraten verdecken dabei, dass sich die Korrekturen im Quartalsprofil auf 2016 konzentrierten, der Stab also unmittelbar mit deutlichen Bremseffekten des Referendums rechnete. Diese würden auch auf den Euro-Raum ausstrahlen, dessen Wirtschaftswachstum 2017 lediglich noch auf 1,4% veranschlagt wurde (–0,2 Prozentpunkte).<sup>3)</sup> Die Prognoserevisionen für andere Volkswirtschaften standen hingegen kaum im Zusammenhang mit dem Referendum im Vereinigten Königreich. Speziell

*IWF nimmt globale Wachstumsprojektionen nach Brexit-Entscheid nur leicht zurück*

<sup>2</sup> Gerechnet auf Basis von Marktwechselkursen war der Anteil des Vereinigten Königreichs an der globalen Wirtschaftsleistung im vergangenen Jahr mit knapp 4% klein. Es importierte 2015 Waren und Dienstleistungen im Wert von 840 Mrd US-\$; aus Sicht des Rests der Welt handelte es sich dabei um Ausfuhren, die nicht viel mehr als 1% des eigenen BIP entsprachen.

<sup>3</sup> Auch in diesem Fall verstellen die Revisionen der prognostizierten Jahresdurchschnittsraten – die Projektion für 2016 wurde sogar leicht angehoben – den Blick auf die berücksichtigten Effekte. So wurde die Jahresverlaufsrate des realen EWU-BIP, die den Vorjahresabstand im vierten Quartal misst, für 2016 um 0,2 Prozentpunkte gesenkt, für 2017 jedoch bestätigt.

## Zu den internationalen Ausstrahlwirkungen einer Ausweitung der öffentlichen Investitionen in Deutschland

Angesichts des im längerfristigen Vergleich verhaltenen globalen Wirtschaftswachstums und der als mühsam wahrgenommenen konjunkturellen Erholung im Euro-Raum werden immer wieder Impulse vonseiten der Fiskalpolitik angemahnt. Solche Forderungen richten sich vor allem an Deutschland, da hier die öffentlichen Finanzen noch einen vergleichsweise großen Spielraum böten und der hohe Leistungsbilanzüberschuss auf eine persistente Schwäche der Binnennachfrage hinweise. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, wie bedeutend die Ausstrahlwirkungen eines expansiven fiskalischen Impulses in Deutschland für die wirtschaftliche Entwicklung in den Partnerländern des Euro-Gebiets und in der Welt wären.

Gemäß den Angaben des Internationalen Währungsfonds (World Economic Outlook, April 2016) steuerte Deutschland im vergangenen Jahr 4,6% zur globalen Wirtschaftsleistung bei, gerechnet auf Basis von Marktwechselkursen.<sup>1)</sup> Das bedeutet, dass jede expansive Maßnahme plausiblen Umfangs, die die öffentliche Hand in Deutschland ergreifen kann, aus Sicht der Weltwirtschaft klein ausfallen muss. Innerhalb des Euro-Raums jedoch ist der deutsche Anteil an der Wertschöpfung mit beinahe 30% weit größer, sodass sich ein fiskalischer Stimulus hierzulande auf EWU-Ebene spürbar niederschlagen könnte. Der Gesamteffekt sollte über den unmittelbaren, rein rechnerischen Einfluss auf das Bruttoinlandsprodukt (BIP) des Euro-Raums hinausgehen, da eine höhere Nachfrage in Deutschland die Konjunktur in den Nachbarländern – insbesondere über den Handelskanal – anregt. Oftmals verspricht man sich hiervon einen substanziellen Beitrag zur Belebung gerade der Volkswirtschaften in der Peripherie des Euro-Raums.

Die Größenordnung dieser Effekte lässt sich über Simulationen mit dem Weltwirtschaftsmodell NiGEM des National Institute of Eco-

nomic and Social Research (NIESR) abschätzen.<sup>2)</sup> Dabei wurde in Übereinstimmung mit anderen Studien angenommen, dass die öffentlichen Investitionen in Deutschland für zwei Jahre um 1% des BIP kreditfinanziert ausgeweitet werden. Dies entspräche einer Steigerung der öffentlichen Investitionsausgaben um fast 50%.<sup>3)</sup> Unter der Annahme unveränderter Nominalzinsen<sup>4)</sup> stiege dann laut NiGEM das reale BIP in Deutschland im Schnitt der ersten beiden Jahre um 0,5% gegenüber der Basislinie an. Dass dieser Outputeffekt erheblich geringer ausfällt als der ursprüngliche Fiskalimpuls, ist vor allem darauf zurückzuführen, dass ein beträchtlicher Teil der zusätzlichen Staatsausgaben letztlich auf ausländische Waren und Dienstleistungen entfällt. So nähmen die deutschen Importe um nicht weniger als 2% zu.

Die zusätzlichen deutschen Einfuhren stimulieren in NiGEM die Wirtschaftsleistung in den Partnerländern. Das Ausmaß dieses Effekts hängt vom Grad der Handelsverflech-

**1** Das entspricht weniger als einem Fünftel des Beitrags der USA. Auf Basis von Kaufkraftparitäten ergibt sich sogar nur ein Anteil Deutschlands von 3,4% an der Weltwirtschaft, etwas mehr als ein Fünftel des US-Anteils.

**2** In NiGEM sind die meisten OECD-Länder sowie wichtige aufstrebende Volkswirtschaften separat modelliert und über den Außenhandel wie auch das Zins-Wechselkurs-Gefüge miteinander verbunden. Das Modell besitzt neukeynesianische Eigenschaften, insbesondere auch vorausschauende Elemente auf den Finanz- und Arbeitsmärkten. Für weitere Informationen zur Modellstruktur siehe <https://nimodel.niesr.ac.uk>

**3** Den wichtigen Fragen, ob es überhaupt sinnvolle Projekte in dieser Größenordnung gäbe und wie ein solches zusätzliches Investitionsvolumen administrativ und faktisch, das heißt angesichts möglicher Angebotsbeschränkungen bei den zusätzlich nachgefragten Gütern und Dienstleistungen (etwa im Baugewerbe), umgesetzt werden könnte, wird hier nicht nachgegangen.

**4** In NiGEM verhalten sich die Kurzfristzinsen gemäß einer geldpolitischen Regel, die sich vor allem an der Inflationsrate orientiert. Die Unterdrückung der geldpolitischen Reaktion im Fall eines expansiv wirkenden Schocks kann deshalb als geldpolitische Lockerung aufgefasst werden. Insofern ist es schwierig, in einem Modell mit endogener Geldpolitik den Einfluss der Notenbankreaktion von den Wirkungen des betrachteten Schocks zu isolieren.

### Bedeutung der Handelsbeziehungen für die Spillover-Effekte erhöhter öffentlicher Investitionen in Deutschland

Ergebnisse von NiGEM-Simulationen,<sup>1)</sup> in %



Quellen: IWF World Economic Outlook, IWF Direction of Trade Statistics und eigene Berechnungen. **1** Modellierung einer zweijährigen defizitfinanzierten Erhöhung der öffentlichen Investitionen in Deutschland um 1 % des BIP bei exogener Geldpolitik. **2** Durchschnitt der ersten beiden Jahre nach Eintreten des Schocks.

Deutsche Bundesbank

tion mit Deutschland und der Bedeutung des Außenhandels für die jeweilige Volkswirtschaft ab. Wichtige Bestimmungsfaktoren hierbei sind räumliche Nähe und Größe der Länder. Spürbare positive Impulse gäbe es vor allem in einigen kleineren bis mittelgroßen Volkswirtschaften in direkter Nachbarschaft Deutschlands und in Zentraleuropa. In den großen EWU-Ländern Frankreich, Italien und Spanien wäre die Wirkung auf das reale BIP gering (jeweils + 0,1%). In Griechenland und Portugal fiel der Effekt nur wenig höher aus (+ 0,2%), ebenso wie insgesamt im Euro-Raum ohne Deutschland. Bedeutende Dritt-länder werden in noch geringerem Maße be-rührt.

Von ähnlicher Größenordnung sind auch die Wirkungen auf die Leistungsbilanzsalden. Gemittelt über die ersten beiden Jahre würde sich der deutsche Leistungsbilanzüberschuss bezogen auf das BIP um 0,7 Prozentpunkte vermindern, während der Saldo im Rest des Euro-Raums um weniger als 0,1 Prozentpunkte anstiege.<sup>5)</sup> Dies verdeutlicht noch

einmal, dass die deutsche Wirtschaftspolitik nicht die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte anderer Länder lösen oder diesen ihre Anpassungslasten abnehmen kann.<sup>6)</sup>

<sup>5</sup> Neben den Mengenwirkungen sind dabei die (gegenläufigen) Preiseffekte ins Bild zu nehmen. Aufgrund der heimischen Nachfrageexpansion ziehen die Preise deutscher Erzeugnisse gegenüber der Basislinie an, sodass sich die Terms of Trade hierzulande kurz- bis mittelfristig verbessern. Spiegelbildlich verschlechtern sich die relativen Außenhandelspreise der Partnerländer zunächst geringfügig. Für die Bestimmung der Outputeffekte sind diese Preisverschiebungen im Vergleich zur Anhebung des Nachfrageniveaus in Deutschland von untergeordneter Bedeutung.

<sup>6</sup> Vgl.: T. Bettendorf und M. León-Ledesma (2016), Führen niedrigere deutsche Löhne zu Leistungsbilanzungleichgewichten im Euro-Raum?, Deutsche Bundesbank, Research Brief, 2. Ausgabe; N. Gadatsch, N. Stähler und B. Weigert, German labor market and fiscal reforms 1999 to 2008: can they be blamed for intra-euro area imbalances?, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 29/2015; Bundesministerium der Finanzen, Gesamtwirtschaftliche Auswirkungen fiskalpolitischer Impulse, Monatsbericht, November 2013, S. 15–22; Deutsche Bundesbank, Zu den makroökonomischen Effekten einer Anhebung des Lohnniveaus in NiGEM-Simulationen, Monatsbericht, Februar 2013, S.19–21; sowie Deutsche Bundesbank, Zur Problematik makroökonomischer Ungleichgewichte im Euro-Raum, Monatsbericht, Juli 2010, S. 17–40.

Denn eine Steigerung der Nachfrage in Deutschland richtet sich selbst bei einem vergleichsweise hohen Importgehalt nur zu einem kleinen Teil auf ausländische Waren und Dienste spezifischer Partnerländer.

Der Fiskalstimulus in Deutschland strahlt nicht nur über den Handelskanal in die Partnerländer des Euro-Raums aus, sondern auch über die gemeinsame Geldpolitik. Unter der Annahme unveränderter nominaler Zinsen zieht die Teuerungsrate im zweiten Jahr der Simulation in Deutschland spürbar, in der gesamten EWU leicht an. Falls die geldpolitische Ausrichtung vor dem fiskalischen Stimulus angemessen war, würde die neue Situation eigentlich eine Anhebung der Leitzinsen (oder eine weniger intensive Nutzung unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen) verlangen. Auf diese Weise würde allerdings neben dem Preisanstieg auch die Zunahme der Wirtschaftsaktivität in der EWU gedämpft. Die mittlere Ausweitung des realen BIP im Euro-Raum gegenüber der Basislinie in den ersten beiden Jahren verringerte sich dann von knapp 0,3% bei fixierten Zinsen auf knapp 0,2% mit geldpolitischer Reaktion. Dieser dämpfende Effekt würde sich zudem überwiegend in den Partnerländern entfalten. Während die ursächliche Nachfrageexpansion insbesondere in der deutschen Wirtschaft stattfindet, stiege der Nominalzins in der gesamten Währungsunion gleichmäßig an. Mit Blick auf die Länder der Peripherie kommt hinzu, dass ihre Volkswirtschaften laut NiGEM stärker auf eine Zinsänderung reagieren als beispielsweise die deutsche. Deshalb bleibt gerade in diesen Ländern bei endogenen Leitzinsen von dem Fiskalimpuls kaum mehr etwas übrig.<sup>7)8)</sup>

Vermehrte öffentliche Investitionen vergrößern den Kapitalstock und können das Produktionspotenzial steigern. Unter der Annahme, dass hinreichend viele sinnvolle Projekte identifiziert und umgesetzt werden können, würde sich das Niveau des realen BIP in Deutschland langfristig um 0,2% gegenüber der Basislinie erhöhen. Um ein

### Kurzfristige Outputeffekte einer Ausweitung der öffentlichen Investitionen in Deutschland<sup>\*)</sup>

Abweichungen des realen BIP von der Basislinie im Durchschnitt der ersten zwei Jahre in %

Position	Zinsen	
	unverändert	regelgebunden
Euro-Raum	0,26	0,18
darunter:		
Deutschland	0,52	0,45
Frankreich	0,11	0,04
Italien	0,09	0,03
Spanien	0,10	0,02
Niederlande	0,32	0,20
Belgien	0,25	0,14
Österreich	0,21	0,13
Portugal	0,15	0,07
Griechenland	0,20	0,05
Slowakei	0,36	0,23
Polen	0,23	0,16
Tschechien	0,30	0,22
Ungarn	0,43	0,31
Vereinigtes Königreich	0,10	0,05
USA	0,04	0,00
Japan	0,07	0,01
China	0,07	0,05

Quelle: Eigene Berechnungen mithilfe von NiGEM.  
 \*) Simulation einer kreditfinanzierten Ausweitung der öffentlichen Investitionen um 1% des BIP für zwei Jahre. Nominalzinsen weltweit fixiert bzw. mit Reaktion gemäß standardmäßigen geldpolitischen Regeln.  
 Deutsche Bundesbank

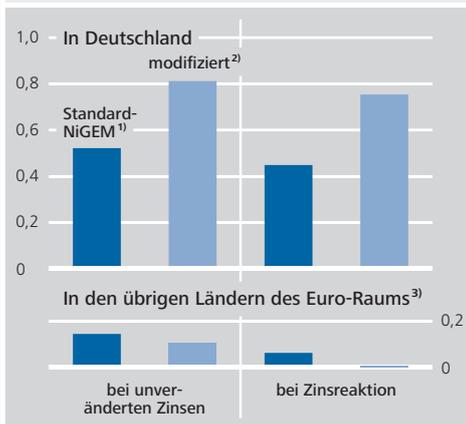
„free lunch“ handelt es sich dabei freilich nicht. Mit dem Auslaufen der zusätzlichen Ausgaben nach zwei Jahren entfallen zwar die defizitären Effekte auf die öffentlichen Haushalte (und die Leistungsbilanz) wieder weitgehend. Der staatliche Schuldenstand bliebe aber dauerhaft erhöht, nämlich (unter der Annahme fixierter Zinsen) um 1,7 Prozentpunkte im Verhältnis zum BIP. Ein derart spürbarer Anstieg der öffentlichen Verschul-

<sup>7</sup> Zur Bedeutung der geldpolitischen Reaktion für die Spillover-Effekte der Fiskalpolitik siehe auch: N. Gadsch, K. Hauzenberger und N. Stähler (2016), Fiscal policy during the crisis: A look on Germany and the Euro area with GEAR, Economic Modelling, Vol. 52, S. 997–1016.

<sup>8</sup> Die Leitzinsanhebung führt auch zu einer Aufwertung des Euro und einer Abwertung anderer Währungen. Dieser Wertverlust wirkt in den betroffenen Drittländern tendenziell inflationär, sodass auch hier ein gewisses Gegensteuern der Geldpolitik erforderlich wird, wenngleich in geringerem Maße als im Euro-Raum. In den USA reicht eine Erhöhung der Kurzfristzinsen um wenige Basispunkte bereits aus, den kleinen Impuls der höheren Nachfrage aus Deutschland zu kompensieren. Mittelfristig bleibt das reale BIP dort infolge des Zins-schrittes sogar leicht gegenüber der Basislinie zurück.

### Bedeutung des Importgehalts für die kurzfristigen Outputeffekte einer Ausweitung der öffentlichen Investitionen in Deutschland<sup>9)</sup>

Abweichung des realen BIP von der Basislinie in %  
 im Durchschnitt der ersten beiden Jahre



Quelle: Eigene Berechnungen mithilfe von NiGEM. \* Simulation einer kreditfinanzierten Erhöhung der öffentlichen Investitionen in Deutschland um 1% des BIP für zwei Jahre. Nominalzinsen weltweit fixiert bzw. mit Reaktion gemäß standardmäßigen geldpolitischen Regeln. **1** Importe abhängig von der Gesamtnachfrage eines Landes, nicht von einzelnen Verwendungskomponenten des BIP. **2** Modifikation der Importgleichung in Deutschland gemäß dem Importgehalt der einzelnen Verwendungskomponenten. **3** Aggregation mithilfe nominaler BIP-Gewichte.

Deutsche Bundesbank

derung ließe sich durch eine Finanzierung des Investitionsprogramms über Steuern zwar vermeiden. Dann würden jedoch im hier gewählten Modellrahmen die kurzfristigen Nachfrageeffekte, einschließlich der internationalen Ausstrahlwirkungen, spürbar gedämpft.

Würde anstelle der Investitionen der öffentliche Konsum temporär ausgeweitet, wüchsen zwar nicht die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten, die Konjunktur im In- und Ausland würde aber laut NiGEM in ähnlichem Maße stimuliert. Dabei ist zu beachten, dass in NiGEM die Importe in Abhängigkeit von der Gesamtnachfrage einer Wirtschaft abgebildet werden. Die verschiedenen Verwendungskomponenten üben hier einen identischen Einfluss auf die Einfuhren aus. Tatsächlich aber unterscheidet sich der Importgehalt zwischen den Nachfragegrößen ganz wesentlich. Im Fall des Staatsverbrauchs ist er typischerweise besonders gering. Insofern unterschätzt die NiGEM-Simulation einer Ausweitung des öffent-

lichen Konsums den stimulierenden Einfluss auf die heimische Wirtschaft, während die internationalen Ausstrahlwirkungen überzeichnet werden.

Der Tendenz nach, wenngleich nicht dem Ausmaß nach, trifft dies auch auf die vorgestellten Szenarien höherer staatlicher Investitionen zu.<sup>9)</sup> Passt man die NiGEM-Gleichung für die deutschen Einfuhren dem Importgehalt der einzelnen Verwendungskomponenten an, steigert die Ausweitung der öffentlichen Investitionen das reale BIP hierzulande spürbar stärker als zuvor, nämlich um 0,8% im Schnitt der ersten beiden Jahre. Der Einfluss auf die Konjunktur in den Partnerländern innerhalb der EWU fällt hingegen etwas kleiner aus. Er sinkt sogar praktisch auf null, wenn die regelgebundene Zinsreaktion zugelassen wird.

Mit Blick auf die internationalen Ausstrahlwirkungen gelangen andere Studien zu ähnlichen Ergebnissen wie die vorgestellten Simulationen. Laut in 't Veld (2013) steigert eine Expansion der öffentlichen Investitionen in Deutschland und anderen Überschussländern der EWU um 1% des jeweiligen BIP über zwei Jahre die Wirtschaftsaktivität hierzulande anfänglich um 0,9%, langfristig um 0,2%. Die kurzfristigen Outputeffekte in anderen Volkswirtschaften des Euro-Raums werden mit 0,2% bis 0,3% beziffert.<sup>10)</sup> Elekdag und Muir (2014) weisen einen deutlich höheren Kapazitätseffekt in Deutschland aus, da in ihrer Rechnung ein größerer öffentlicher Kapitalstock die Grenz-

<sup>9</sup> Die Angaben zum Importgehalt beruhen auf Input-Output-Tabellen, in denen nicht zwischen privaten und öffentlichen Investitionen unterschieden wird. Eine geeignete Gewichtung der Angaben für Ausrüstungs- und Bauinvestitionen legt jedoch nahe, dass der Importgehalt im Fall der öffentlichen Investitionen, die einen höheren Anteil von Bauinvestitionen haben als die gewerblichen Investitionen, deutlich größer ist als beim Staatskonsum, aber geringer als im Schnitt der Gesamtnachfrage.

<sup>10</sup> Vgl.: J. in 't Veld (2013), Fiscal consolidations and spillovers in the Euro area periphery and core, European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, European Economy, Economic papers Nr. 506.

produktivität anderer Produktionsfaktoren anhebt.<sup>11)</sup> Der (kurzfristige) Einfluss auf das reale BIP in anderen EWU-Ländern gipfelt aber auch in diesem Modellrahmen bei + 0,3%. Ebenfalls erweisen sich hier die konjunkturellen Wirkungen in den Peripherieländern im Vergleich zu anderen Volkswirtschaften des Euro-Raums als geringer, und sie werden im Fall einer geldpolitischen Reaktion merklich gedämpft. Eine aktuelle Studie der Europäischen Zentralbank zeigt höhere realwirtschaftliche Effekte eines staatlichen Investitionsschubs in Deutschland auf.<sup>12)</sup> Allerdings ist das dort betrachtete Ausgabenprogramm wesentlich umfangreicher als hier unterstellt.<sup>13)</sup> Darüber hinaus dürften Annahmen über die gesamtwirtschaftlichen Produktivitätswirkungen des öffentlichen Kapitalstocks eine tragende Rolle für die Ergebnisse spielen. Nichtsdestoweniger bestätigt auch diese Untersuchung, dass die Ausstrahleffekte bei Berücksichtigung einer regelgebundenen geldpolitischen Reaktion vernachlässigbar sind.<sup>14)</sup>

Simulationsergebnisse hängen stets von dem gewählten Modellrahmen und Annahmenkranz ab. Der in NiGEM abgebildete Handelskanal verdeutlicht, dass ein expansiver fiskalischer Impuls mittels höherer öffentlicher Ausgaben in Deutschland zwar durchaus auf andere Volkswirtschaften ausstrahlen würde, die Effekte aber gering ausfallen, insbesondere in einigen südeuropäischen Ländern. Hinzu kommt die oftmals übersehene Verquickung über eine gemeinsame Geldpolitik, wodurch die expansiven Nachfragewirkungen gedämpft werden, und zwar gerade auch in jenen Ländern, die über den Außenhandel nicht so eng mit der deutschen Wirtschaft verflochten sind. Als Mittel, der internationalen Konjunktur erheblich mehr Schwung zu verleihen, erscheint ein öffentliches Ausgabenprogramm in Deutschland somit wenig geeignet.<sup>15)</sup> Die heimische Wirtschaft bedarf in ihrer aktuellen Lage keiner kurzfristigen Stimulierung; diese würde vielmehr prozyklisch wirken. Gleichwohl kann es gute Gründe für höhere Investitionsausgaben des Staates geben.

Derartige Projekte wären aber mit großer Sorgfalt zu identifizieren. Ihre Finanzierung darf aber nicht die Einhaltung der europäischen und deutschen Haushaltsregeln infrage stellen (siehe Erläuterungen auf S. 60 f.).

---

**11** Vgl.: S. Elekdag und D. Muir (2014), Das Public Capital: How Much Would Higher German Public Investment Help Germany and the Euro Area?, Internationaler Währungsfonds, Arbeitspapier, WP/14/227. Zum empirischen Zusammenhang zwischen Produktivität und öffentlichen Infrastrukturinvestitionen siehe: J. G. Fernald (1999), Roads to Prosperity? Assessing the Link Between Public Capital and Productivity, *American Economic Review*, Vol. 89, Nr. 3, S. 619–638; sowie P.R.D. Bom und J.E. Ligthart (2013), What have we learned from three decades of research on the productivity of public capital?, *Journal of Economic Surveys*, Vol. 28, S. 889–916.

**12** Vgl.: EZB, Public investment in Europe, *Economic Bulletin*, Nr. 2/2016, S. 75–88.

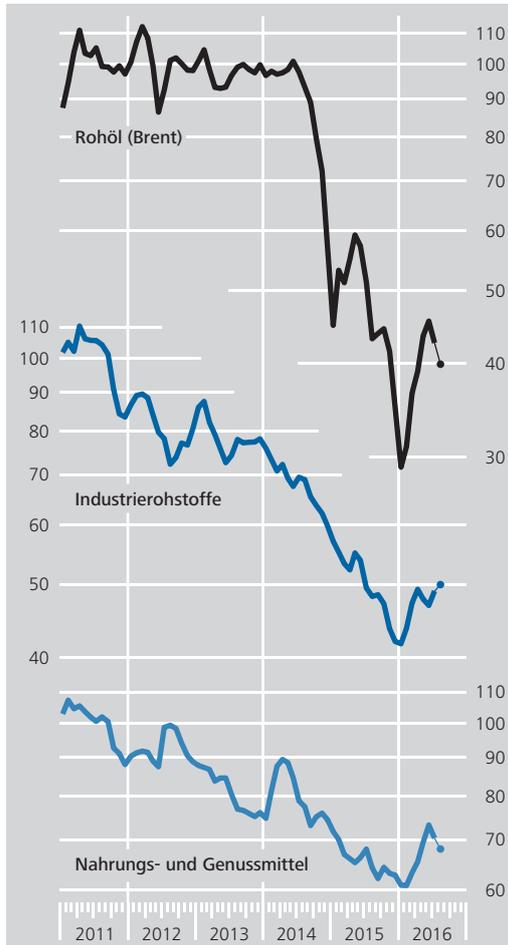
**13** Konkret wurde eine Ausweitung der öffentlichen Investitionen um 1% des BIP für fünf Jahre unterstellt, die anschließend nur graduell zurückgefahren wird.

**14** Zudem fällt die kurzfristige Zunahme des realen BIP in Deutschland bei endogener Geldpolitik erheblich geringer aus als im Referenzszenario ohne Reaktion der Geldpolitik. Der hohe Multiplikatoreffekt dürfte damit nicht zuletzt der Bedeutung der Inflationserwartungen in dem verwendeten Modell geschuldet sein, die durch eine Unterdrückung der Notenbankreaktion geschürt werden.

**15** Zu beachten ist auch, dass ein temporäres Ausgabenprogramm das Wachstum des realen BIP im Inland nur anfänglich gegenüber der Basislinie steigert und bei seinem Auslaufen sogar reduziert, selbst wenn das Niveau der gesamtwirtschaftlichen Aktivität durch einen Kapazitätseffekt dauerhaft höher ausfällt.

### Weltmarktpreise für Rohöl, Industrierohstoffe sowie Nahrungs- und Genussmittel

US-Dollar-Basis, 2011 = 100, Monatsdurchschnitte, log. Maßstab



Quellen: Thomson Reuters und HWWI. • Letzter Stand: Durchschnitt 1. bis 5. August bzw. 1. bis 11. August 2016 (Rohöl). Deutsche Bundesbank

die Rücknahme der immer noch recht hohen Vorausschätzung für die USA in diesem Jahr war zu erwarten gewesen.<sup>4)</sup> Deutlich günstiger als im April stufte der Stab zuletzt die Konjunkturaussichten in Brasilien und Russland ein. Zudem hob er seine Projektion für die Expansionsrate der chinesischen Wirtschaft im Jahr 2016 geringfügig an. Insgesamt wurden die Prognosen für das globale Wachstum im laufenden und kommenden Jahr nur leicht heruntergenommen. Der Stab ging unverändert von einer graduellen Beschleunigung der Weltwirtschaft aus, nun von + 3,1% im laufenden auf + 3,4% im kommenden Jahr.

Die Erholung der Rohstoffpreise verlor im Berichtszeitraum an Schwung. Vor dem Hintergrund temporärer Produktionsausfälle in wichtigen Förderländern kletterte die Kassanotierung für ein Fass Rohöl der Sorte Brent zum Monatswechsel Mai/Juni zwar über 50 US-\$. Anschließend gab sie jedoch deutlich nach, und der sich nur allmählich zurückbildende strukturelle Angebotsüberhang wurde wieder stärker wahrgenommen. Die Futures-Notierungen verringerten sich nicht im gleichen Maße, sodass sich die Terminaufschläge merklich erhöhten. Bei Abschluss dieses Berichts wurde Brent am Kassamarkt zu 46 US-\$ gehandelt. Die Preise für Rohstoffe ohne Energie tendierten bis Juli insgesamt leicht nach oben, wengleich sich die wichtigen Kategorien uneinheitlich entwickelten.

*Nachlassende Erholung der Rohstoffpreise*

Nach Ausschalten üblicher saisonaler Einflüsse legten die Verbraucherpreise in den Industrieländern im Frühjahr spürbar gegenüber den Wintermonaten zu. Dazu trug die kräftige Verteuerung von Rohöl im Quartalsvergleich bei. Hinter dem Vorjahresstand blieben die Preise von Energieträgern jedoch nach wie vor beträchtlich zurück. Entsprechend gedrückt war die Teuerungsrate für den gesamten Warenkorb der Konsumenten (+ 0,6%). Die Kernrate, bei der die Preise für Energie und Nahrungsmittel nicht betrachtet werden, verharrte mit 1,5% deutlich darüber.

*Weiterhin gedrückte Teuerung auf der Verbraucherstufe in Industrieländern*

### Ausgewählte Schwellenländer

In China stieg das reale BIP im zweiten Quartal 2016 gemäß der offiziellen Schätzung um 6,7% binnen Jahresfrist an. Damit behielt die chinesische Wirtschaft das Expansionstempo des Vorquartals bei.<sup>5)</sup> Als wichtige konjunkturelle Stütze erwies sich weiterhin der Konsum mit einem

*Wachstumstempo in China gehalten*

<sup>4</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Internationales und europäisches Umfeld, Monatsbericht, Mai 2016, S. 12.

<sup>5</sup> In der Verlaufsbeurteilung hat sich die konjunkturelle Dynamik nach der Rechnung des chinesischen Statistischesamtes sogar verstärkt. Demnach stieg die saisonbereinigte Wirtschaftsleistung um 1,8% gegenüber dem ersten Quartal, in dem sie lediglich um 1,2% zugelegt hatte.

rechnerischen Wachstumsbeitrag von annähernd 5 Prozentpunkten im ersten Halbjahr. Die Investitionsdynamik war dagegen im bisherigen Jahresverlauf gedämpft. Zwar wurden die Bauinvestitionen merklich ausgeweitet, weil sich die Immobiliennachfrage infolge von geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen wieder erkennbar erholte. Allerdings tendierten die Ausrüstungsinvestitionen zur Schwäche; darauf deuteten auch die rückläufigen Importe von Kapitalgütern hin. Die gesamten Warenimporte nahmen im ersten Halbjahr auf Volumenbasis gleichwohl um 3% zu. Dahinter standen vor allem zusätzliche Rohstoffeinfuhren, insbesondere von Rohöl.<sup>6)</sup> Die Warenexporte erhöhten sich nur um 1%. Damit blieb die chinesische Industrieproduktion im Wesentlichen auf Impulse aus dem Inland angewiesen. Der Preisanstieg auf der Verbraucherstufe schwächte sich in den vergangenen Monaten etwas ab. Der Rückgang der Teuerungsrate von 2,3% im März auf 1,9% im Juni war hauptsächlich einem nachlassenden Preisauftrieb bei Nahrungsmitteln geschuldet.

*Hohe Expansionsdynamik in Indien möglicherweise überzeichnet*

In Indien wies das Statistikamt für das erste Quartal 2016, bis zu dem seine BIP-Schätzung derzeit reicht, einen Anstieg der Wirtschaftsleistung um 7,9% gegenüber dem Vorjahr aus. Demnach hätte sich das Expansionstempo noch einmal erhöht. Allerdings besteht schon seit längerem der Verdacht, dass die offiziellen Angaben zum BIP-Wachstum des Landes überzeichnet sind. Umfragebasierte Aktivitätsmaße deuten beispielsweise auf eine gemächlichere gesamtwirtschaftliche Gangart hin. Wohl auch vor diesem Hintergrund setzte die Zentralbank ihren geldpolitischen Lockerungskurs im Frühjahr fort, wenngleich die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe von 5,3% im ersten auf 5,7% im zweiten Quartal stieg. Die Zentralbank strebt zum Ende des laufenden Haushaltsjahres eine Inflationsrate von 5% an.

*Rezessive Tendenzen in Brasilien nachgelassen*

In Brasilien verringerte sich das reale BIP im ersten Vierteljahr 2016 gegenüber der Vorperiode saisonbereinigt nur noch um 0,3%. Für das abgelaufene Quartal legen die Indikatoren einen

Rückgang in ähnlicher Größenordnung nahe. Demnach verlor die Rezession im ersten Halbjahr 2016 erheblich an Schärfe. Auch die schwere innenpolitische Krise des Landes entspannte sich in jüngster Zeit etwas. In der Folge verbesserte sich die Stimmung unter Unternehmen und Haushalten ein Stück weit. Darin begründet sich die Hoffnung auf eine Stabilisierung der Wirtschaftslage in der zweiten Jahreshälfte. Sogar eine leichte Erholung erscheint möglich. Nicht zuletzt wegen der spürbaren Aufwertung der Landeswährung ermäßigte sich die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe in den vergangenen Monaten weiter auf allerdings immer noch hohe 8,8% im Juni.

In Russland verringerte sich das reale BIP im abgelaufenen Quartal nach einer ersten Schätzung des Statistikamtes um 0,6% binnen Jahresfrist, verglichen mit einem Rückgang von 1,2% im Vorquartal. Auch bei den Importen, die im vergangenen Jahr um nicht weniger als ein Viertel eingebrochen waren, ließ die Abwärtsdynamik mittlerweile nach. Insgesamt mehren sich die Anzeichen, dass die Rezession in der zweiten Jahreshälfte ausläuft. Eine kräftige Erholung ist aufgrund der strukturellen Schwächen der russischen Wirtschaft freilich nicht zu erwarten.<sup>7)</sup> Die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe hielt sich in den vergangenen Monaten in der Nähe von 7%, und der Rubel konnte tendenziell an Wert gewinnen. Nicht zuletzt deshalb reduzierte die Zentralbank im Juni den Leitzins.

*Kontraktion in Russland weiter abgeschwächt*

## USA

Der ersten offiziellen Schätzung zufolge stieg das saison- und preisbereinigte BIP in den USA im Frühjahr um 0,3% gegenüber der Vorperiode an und expandierte damit ähnlich ver-

*Kräftige Ausweitung des privaten Konsums, aber schwache Investitionen*

<sup>6</sup> Das hohe Wachstum der Rohölimporte von 14% im ersten Halbjahr dürfte u. a. auf die Bemühungen der chinesischen Regierung zurückzuführen sein, eine strategische Ölreserve aufzubauen. Auch bei anderen Rohstoffen gibt es Hinweise auf die Aufstockung von staatlichen Vorräten.

<sup>7</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Wirtschaftskrise in Russland, Monatsbericht, Mai 2016, S. 14–16.

halten wie im Schnitt des Winterhalbjahres 2015/2016.<sup>8)</sup> Das – gemessen an den meisten Prognosen – enttäuschende Ergebnis verdeckt allerdings, dass sich das Expansionstempo der privaten inländischen Endnachfrage wieder auf 0,7% erhöhte; das entspricht der Durchschnittsrate seit Beginn des Aufschwungs im Sommer 2009. Das gesamtwirtschaftliche Wachstum wurde zuletzt vor allem dadurch gebremst, dass der Lageraufbau nunmehr in einen Abbau umschlug, nachdem sich die Vorratsdynamik bereits in den Vorquartalen schrittweise verlangsamt hatte. Hinzu kam, dass die öffentliche Nachfrage erstmals seit Herbst 2014 wieder etwas zurückgenommen wurde. Die moderate Expansion der privaten inländischen Endnachfrage wiederum war weitestgehend der kräftigen Ausweitung des Konsums geschuldet und überdeckt damit eine Schwäche in den meisten Investitionskategorien. Dabei ist die Abnahme der gewerblichen Bauinvestitionen im Wesentlichen auf die Anpassungen der Ölindustrie zurückzuführen, die zur Jahresmitte ausgelaufen sein könnten. Demgegenüber war die Einschränkung der Ausgaben für Ausrüstungen breiter angelegt. Zudem gingen die Wohnungsbauinvestitionen nach einer längeren Phase stetigen Wachstums zurück. Insgesamt spricht einiges dafür, dass sich die Investitionen nach Beendigung der Korrekturen in der Ölindustrie und in der Vorratshaltung wieder festigen werden. Da aber auch die zuletzt hohe Gangart des Konsums nicht aufrechterhalten werden dürfte, ist in der zweiten Jahreshälfte wohl mit einem lediglich leicht höheren und damit insgesamt moderaten BIP-Wachstum zu rechnen.

*US-Wirtschaft  
im Bereich  
der Normal-  
auslastung*

Die Beschäftigung stieg im Juni und Juli nach einem schwachen Mai wieder stärker, und die Erwerbslosenquote verharrte zuletzt nahe ihrem zyklischen Tiefpunkt. Gemäß dem Verbraucherpreisindex (VPI) ohne Energie und Nahrungsmittel erhöhte sich die Teuerungsrate im Juni auf 2,3%. All das spricht dafür, dass sich die US-Wirtschaft im Bereich der gesamtwirtschaftlichen Normalauslastung bewegt. Die VPI-Gesamtrate belief sich jedoch lediglich auf 1,0%. Vor diesem Hintergrund nahm die US-Noten-

bank von einer Leitzinsanhebung erneut Abstand.

## Japan

Ungeachtet erheblicher Schwankungen der BIP-Quartalsraten blieb die konjunkturelle Grundtendenz in Japan wohl bis zuletzt flach. Der Rückgang des realen BIP im Herbst 2015 war in den ersten drei Monaten dieses Jahres überraschend wettgemacht worden. Zu dem günstigen BIP-Ergebnis dürfte allerdings die Vernachlässigung des Schaltjahreffekts in der Saisonbereinigung beigetragen haben. Die gesamtwirtschaftliche Erzeugung war trotzdem nur wenig höher als im Sommer 2013. Im zweiten Quartal 2016, für das bei Abschluss dieses Berichts noch keine BIP-Angaben vorlagen, fehlte es der Wirtschaft gängigen Indikatoren zufolge erneut an Schwung. So stagnierte die Industrieproduktion, die oft einen engen Gleichlauf zur gesamtwirtschaftlichen Erzeugung aufweist. Auf der Nachfrageseite zeichnete sich eine neuerliche Flaute des privaten Konsums ab. Dazu passt ein deutlicher Rückgang der Warenimporte, dem aber eine erhebliche Steigerung der Ausfuhren gegenüberstand. Der Arbeitsmarkt zeigte sich nach wie vor robust; die Erwerbslosenquote fiel im Juni auf den tiefsten Stand seit fast 21 Jahren (3,1%). Die Teuerungsrate für den Warenkorb der Konsumenten ohne Energieträger und Nahrungsmittel schwächte sich im gleichen Monat auf 0,4% ab. Die japanische Notenbank reagierte Ende Juli auf diese Entwicklungen mit einer nochmaligen Lockerung ihrer Geldpolitik. Zuvor hatte die Regierung bereits angekündigt, die für das nächste Jahr geplante Anhebung der Mehrwertsteuer auszusetzen und die Staatsausgaben über einen Nachtragshaushalt beträchtlich auszuweiten.

*Wirtschaft tritt  
auf der Stelle*

<sup>8</sup> Im Rahmen der üblichen Jahresrevision wurden die Zuwachsraten für das Schlussquartal 2015 und das erste Jahresviertel 2016 geringfügig herabgesetzt. Dagegen nahm das reale BIP im Jahresdurchschnitt 2013 und 2015 etwas kräftiger zu als zuvor ausgewiesen.

## Vereinigtes Königreich

*Konjunktur bis zur Jahresmitte robust*

Im Vereinigten Königreich legte das reale BIP laut einer vorläufigen Schätzung nach Ausschaltung der üblichen saisonalen Einflüsse im Frühjahr um 0,6% gegenüber dem ersten Quartal zu. Die britische Wirtschaft konnte damit das Expansionstempo aus der Vorperiode etwas steigern, vor allem weil die Erzeugung im Verarbeitenden Gewerbe kräftig zunahm. Die reale Wertschöpfung des besonders bedeutsamen Dienstleistungssektors expandierte weiterhin spürbar, während die Bauproduktion erneut sank. Die anhaltend robuste gesamtwirtschaftliche Aufwärtsbewegung im Frühjahr steht im Widerspruch zu den Einschätzungen jener Beobachter, die bereits spürbare dämpfende Effekte der im Umfeld des EU-Referendums gestiegenen Unsicherheit zu sehen meinten. Dabei wurde oftmals auf die Einschränkung der gewerblichen Bruttoanlageinvestitionen im Verlauf des Winterhalbjahres 2015/2016 verwiesen.<sup>9)</sup> Diese Abnahme war jedoch zur Hälfte allein dem Bergbausektor geschuldet, der auch die Ölförderung umfasst und dessen Investitionszurückhaltung wohl durch die gedrückten Rohölpreise bedingt war. Im Einklang mit der günstigen Konjunktur fiel die Erwerbslosenquote im Dreimonatsabschnitt von März bis Mai auf einen neuen zyklischen Tiefstand (4,9%). Jedoch blieb der Preisauftrieb, gemessen am Vorjahresabstand des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel, auch im Juni verhalten (+ 1,1%).

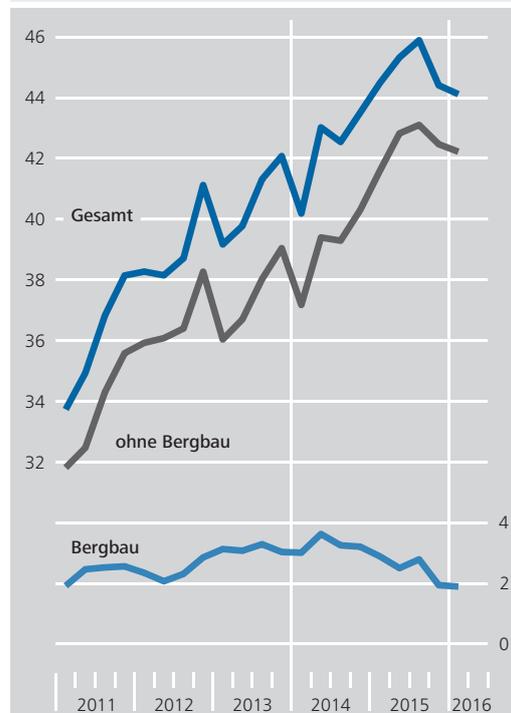
## Neue EU-Mitgliedsländer

*Erholung im Frühjahr wieder an Schwung gewonnen*

Das Wirtschaftswachstum in den neuen EU-Mitgliedstaaten (EU-6)<sup>10)</sup> verstärkte sich im zweiten Vierteljahr wieder. So erhöhte sich das reale BIP im Vorquartalsvergleich in den vier Staaten, die erste Ergebnisse veröffentlicht haben, saisonbereinigt teilweise kräftig. Für die Schwäche im ersten Vierteljahr waren deutlich rückläufige Investitionen ausschlaggebend gewesen. Dabei dürfte eine Rolle gespielt haben, dass EU-Mittel

### Gewerbliche Bruttoanlageinvestitionen im Vereinigten Königreich

Mrd Pfund Sterling, vierteljährlich, saisonbereinigt



Quelle: Office for National Statistics.  
 Deutsche Bundesbank

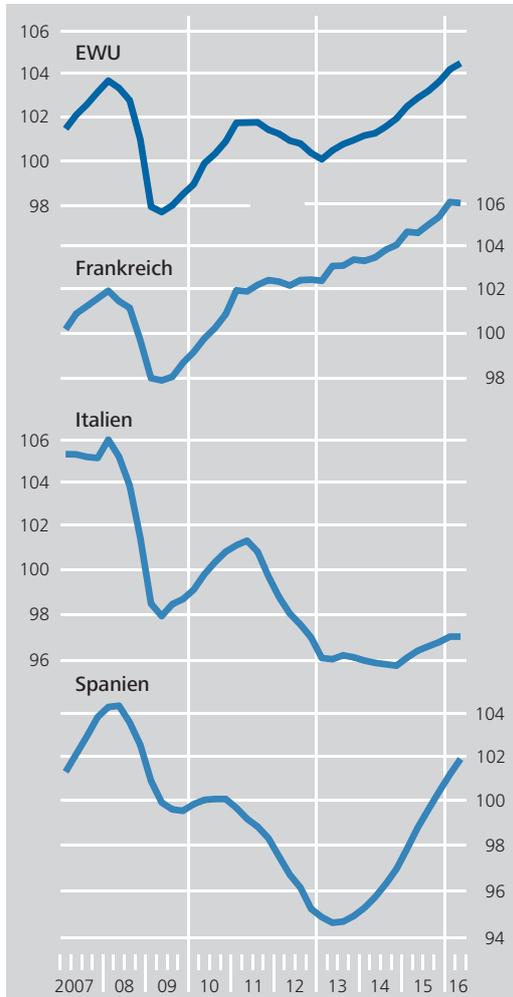
zur Finanzierung von Infrastrukturprojekten aus dem Finanzrahmen 2007 bis 2013 nur bis Ende 2015 abgerufen werden konnten. Positive konjunkturelle Impulse gingen im abgelaufenen Quartal wohl erneut vom privaten Konsum aus, der weiterhin von der verbesserten Beschäftigungs- und Lohnentwicklung profitierte. Zudem wurde die Kaufkraft der privaten Haushalte durch niedrigere Verbraucherpreise gestärkt. Im gesamten Länderkreis sanken diese im zweiten Vierteljahr um 0,8% im Vorjahresvergleich. Auch ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel gerechnet erhöhte sich der HVPI lediglich um 0,2%.

<sup>9)</sup> Angaben zur Verwendungsseite im zweiten Quartal 2016 waren bei Redaktionsschluss noch nicht verfügbar, da sie regelmäßig erst mit der zweiten BIP-Schätzung veröffentlicht werden.

<sup>10)</sup> Der Länderkreis umfasst die seit dem Jahr 2004 der EU beigetretenen Staaten, sofern sie noch nicht zur EWU gehören, d. h. Polen, Tschechien, Ungarn, Bulgarien, Rumänien und Kroatien.

## Gesamtwirtschaftliche Produktion im Euro-Raum

reales BIP, 2010 = 100, saisonbereinigt, vierteljährlich, log. Maßstab



Quelle: Eurostat.  
 Deutsche Bundesbank

## Gesamtwirtschaftliche Tendenzen in der EWU

*Moderater Aufschwung setzt sich fort*

Im Euro-Raum setzte sich die moderate konjunkturelle Aufwärtsbewegung im Frühjahr fort. Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge erhöhte sich das reale BIP im zweiten Vierteljahr 2016 saisonbereinigt um 0,3% gegenüber dem Vorquartal und um 1,6% im Vorjahresvergleich.<sup>11)</sup> Damit verlangsamte sich das gesamtwirtschaftliche Expansionstempo gegenüber dem Winterquartal zwar spürbar. Das bemerkenswert starke Wachstum zum Jahresauftakt war jedoch durch Sonderfaktoren begünstigt worden. Insgesamt

zeigte sich die wirtschaftliche Erholung im ersten Halbjahr 2016 recht robust, und die Arbeitslosigkeit ging weiter zurück.

Im zweiten Vierteljahr dürften die binnenwirtschaftlichen Wachstumskräfte allerdings an Schwung verloren haben. Die anhaltende Erholung des Arbeitsmarktes sollte zwar die Kaufkraft der privaten Haushalte weiter gestärkt haben. Dennoch stieg der private Verbrauch vermutlich nicht so kräftig wie im Quartal zuvor. Die Einzelhandelsumsätze nahmen saison- und preisbereinigt nur wenig zu, und die Kfz-Erstzulassungen gingen sogar leicht zurück.

*Binnenwirtschaft im Frühjahr mit weniger Schwung*

Die Investitionskonjunktur im Euro-Raum hat im Frühjahr vermutlich einen Dämpfer erhalten. Die Bauinvestitionen, die im ersten Vierteljahr aufgrund des außergewöhnlich milden Winterwetters weniger als in anderen Jahren beeinträchtigt worden waren, dürften im zweiten Vierteljahr saisonbereinigt erheblich gesunken sein. Dies legt der deutliche Rückgang der Bauproduktion in den Monaten April/Mai gegenüber dem Vorquartal nahe. Auch bei den Ausrüstungsinvestitionen wurde das Niveau des ersten Vierteljahres möglicherweise nicht ganz gehalten. Jedenfalls fielen die Inlandsumsätze der Investitionsgüterproduzenten im Frühjahr saison- und preisbereinigt etwas geringer aus als im Winter. Zwar konnte der Absatz in andere EWU-Länder spürbar gesteigert werden. Dieser ist vom Umfang her aber weniger bedeutend als die heimischen Umsätze. Die Ertragslage der Unternehmen erholte sich in den letzten Quartalen nicht weiter. Gleichwohl sprechen das anhaltend günstige Finanzierungsumfeld, die überdurchschnittliche Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe und nicht zuletzt fiskalische Investitionsanreize in einzelnen Mitgliedstaaten für eine Fortsetzung der im Grunde moderat aufwärtsgerichteten Investitionskonjunktur.

*Rückschlag für Investitionskonjunktur*

<sup>11</sup> Hierbei ist zu berücksichtigen, dass bei der Berechnung des Vorjahresabstandes für die vier Vorquartale der Datenstand vom 7. Juni 2016 verwendet wurde. Die neuen BIP-Zahlen für Irland sind also bspw. noch nicht enthalten, vgl. Fußnote 12 auf S. 24.

*Auslandsnachfrage mit positiven Impulsen*

Trotz des nach wie vor verhaltenen Wachstums der Weltwirtschaft dürften im zweiten Quartal von der Auslandsnachfrage positive Impulse ausgegangen sein. Zwar verringerten sich die Warenexporte gemäß den Eurostat-Angaben im Durchschnitt der Monate April/Mai saison- und preisbereinigt gegenüber dem Winterquartal. Informationen aus wichtigen Mitgliedstaaten, die auch den Juni umfassen, zeichnen aber ein günstigeres Bild. Ebenfalls scheint die Tourismussaison Meldungen einzelner Länder zufolge gut zu laufen. Dies sollte die Dienstleistungsexporte kräftig belebt haben. Es wurden allerdings deutlich weniger Waren eingeführt. Hier war der Rückgang im Handel mit Drittländern wesentlich stärker als unter den EWU-Ländern.

*Dämpfer für die Industriekonjunktur*

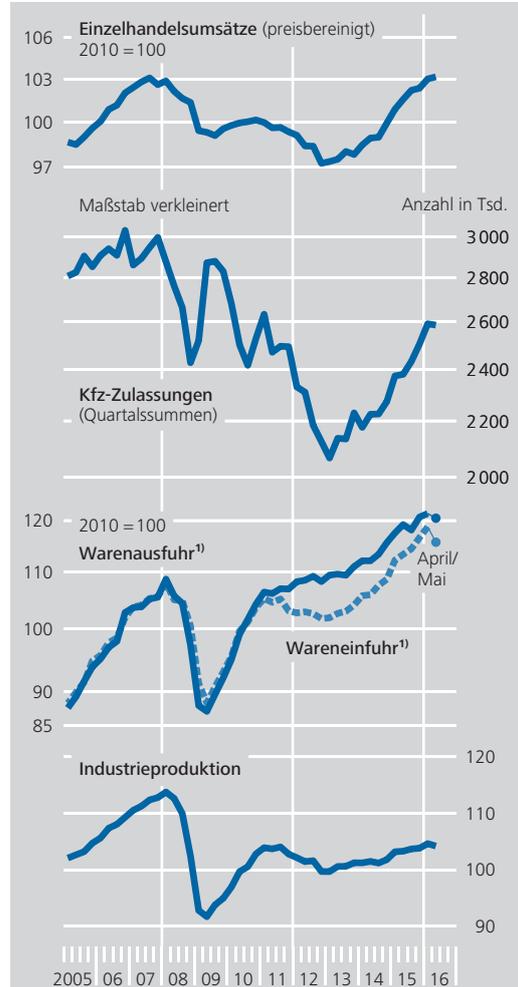
Die Industrie konnte im Frühjahr nicht an die gute Entwicklung der Wintermonate anknüpfen. Ihre Produktion verringerte sich im zweiten Vierteljahr saisonbereinigt um 0,4% gegenüber dem Stand des Vorquartals. Der Rückgang betraf alle Komponenten. So wurden deutlich weniger Investitions- und Vorleistungsgüter hergestellt. Auch die Herstellung von Konsumgütern und die Energieerzeugung nahmen nicht weiter zu.

*Konjunkturelle Entwicklung in der EWU wieder etwas heterogener*

Die wirtschaftliche Entwicklung stellte sich im zweiten Vierteljahr im Euro-Raum regional wieder etwas heterogener dar. In Frankreich stagnierte die Wirtschaftsleistung, nachdem sie im Quartal zuvor noch kräftig zugelegt hatte. Zu dem konjunkturellen Dämpfer trugen die wiederholten Streiks in den Frühlingsmonaten bei. Wachstumsimpulse kamen im zweiten Quartal lediglich vom öffentlichen Verbrauch, wohl auch aufgrund des erhöhten Sicherheitsaufwands im Vorfeld der Fußballeuropameisterschaft im Juni. Die privaten Konsumausgaben stagnierten hingegen, und die Investitionen und Ausfuhren gingen sogar zurück. Auch in Italien konnte die gesamtwirtschaftliche Produktion nicht gesteigert werden. Die schon bislang sehr verhaltene Erholung legte damit im zweiten Quartal eine Pause ein. Vom Arbeitsmarkt kamen gemischte Signale. Die Einstellungs-

### Konjunkturindikatoren für die EWU

saisonbereinigt, Quartalsdurchschnitte, log. Maßstab



Quellen: Eurostat, EZB und eigene Berechnungen. 1 Nominale Export- und Importdaten gemäß Außenhandelsstatistik (Intra- und Extrahandel). Preisbereinigt mit Produzentenpreisindex (Exporte) bzw. Importpreisindex.  
 Deutsche Bundesbank

bereitschaft der Unternehmen wurde weiterhin von der in diesem Jahr geltenden Verringerung der Sozialversicherungsbeiträge für neue unbefristete Arbeitsverträge gefördert. Die Beschäftigung nahm jedenfalls im zweiten Quartal Umfragen zufolge merklich zu. Dies sollte den privaten Konsum gestützt haben. Die Arbeitslosigkeit sank aber nur sehr langsam. Spanien expandierte unter den großen Mitgliedstaaten mit einer BIP-Quartalsrate von 0,7% erneut am stärksten. Die dynamische konjunkturelle Erholung zeigt sich nach wie vor wenig beeindruckt von den anhaltenden Schwierigkeiten bei der Regierungsbildung. Dabei dürfte das gut laufende Tourismusgeschäft geholfen haben, wel-

## Verbraucherpreise im Euro-Raum

Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %

Position	2015		2016	
	3. Vj.	4. Vj.	1. Vj.	2. Vj.
HVPI insgesamt	0,1	0,2	0,0	- 0,1
darunter:				
Energie	- 7,2	- 7,2	- 7,4	- 7,7
Nahrungsmittel	1,2	1,4	0,8	0,9
HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel	0,9	1,0	1,0	0,8
darunter:				
Industriegüter ohne Energie	0,4	0,5	0,6	0,5
Dienstleistungen	1,2	1,2	1,1	1,0

Deutsche Bundesbank

ches von den Problemen einiger anderer Mittelmeerländer profitiert. In den übrigen Ländern des Euro-Raums stellte sich die wirtschaftliche Entwicklung überwiegend positiv dar.<sup>12)</sup> Die Niederlande und Belgien, aber auch die Slowakei und Zypern konnten ihren jeweiligen Aufwärtstrend fortsetzen und das reale BIP teilweise deutlich steigern. In Finnland, Portugal, den baltischen Staaten und auch in Griechenland nahm die Wirtschaftsleistung spürbar zu. Lediglich in Österreich stagnierte das BIP im zweiten Quartal.

*Langsame, aber stetige Erholung am Arbeitsmarkt*

Der Arbeitsmarkt im Euro-Gebiet erholt sich langsam, aber stetig. Die standardisierte saisonbereinigte Arbeitslosenquote verringerte sich im Frühjahr im Vorjahresvergleich um 0,9 Prozentpunkte auf 10,1%. Der Rückgang war regional recht breit angelegt. Lediglich in Italien und Belgien stockte der Abbau der Arbeitslosigkeit in den vergangenen Quartalen, in Österreich und Estland stieg sie sogar an. Die Zahl der Beschäftigten erhöhte sich im ersten Vierteljahr 2016 im Vergleich zum Vorjahr um 1,4%. Besonders stark fiel die Zunahme im Bereich der marktnahen Dienstleistungen aus. Auch das Verarbeitende Gewerbe stellte vermehrt ein. Der Anstieg der Löhne blieb angesichts der immer noch hohen Arbeitslosigkeit verhalten. Er verstärkte sich im Winter nur leicht auf 1,8% im Vorjahresvergleich.

Die Verbraucherpreise im Euro-Raum zogen im zweiten Quartal 2016 im Vergleich zur Vorperiode saisonbereinigt recht kräftig um 0,4% an, nachdem sie in den beiden Quartalen zuvor gesunken waren. Dahinter standen vor allem höhere Rohölnotierungen und ungünstige Witterungsverhältnisse, die dafür sorgten, dass sich der zuvor negative Einfluss von Energie und Nahrungsmitteln auf die Quartalsrate des HVPI wieder ins Positive kehrte. Ansonsten war der Preisauftrieb verhalten. Dienstleistungen verteuerten sich weiterhin moderat. Der Teilindex für Industriegüter ohne Energie blieb dagegen unverändert. Trotz der aufwärtsgerichteten Dynamik der volatilen Komponenten am aktuellen Rand verringerte sich die Vorjahresrate des HVPI aufgrund von Basiseffekten geringfügig auf - 0,1%. Die Rate ohne Energie und Nahrungsmittel ging auf + 0,8% zurück. Dazu dürfte beigetragen haben, dass Ostern im laufenden Jahr in den März und damit bereits in das erste Quartal fiel, was insbesondere die Vorjahresrate bei den Dienstleistungen gedämpft haben dürfte.

*Recht kräftiger Anstieg der Verbraucherpreise vor allem wegen Energie und Nahrungsmitteln*

Die flache Preistendenz bei Industriegütern ohne Energie im zweiten Quartal im Euro-Raum insgesamt verdeckt gewisse Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. Zwar verringerten sich die Preise für Industriegüter gegenüber dem Frühjahr 2015 – wohl aufgrund einer schwachen Nachfrage – immer noch in sieben Ländern (darunter Irland, Griechenland, Portugal und Frankreich). Sieben Länder verzeichneten allerdings Preissteigerungsraten zwischen 0% und 1% (darunter Spanien, Italien und die Niederlande). In den übrigen Ländern (darunter Belgien und Deutschland) verteuerten sich Industriegüter sogar um 1% oder mehr. Im Vergleich zu Deutschland war im Durchschnitt der

*Preise für Industriegüter im Euro-Raum ohne Deutschland zuletzt leicht gesunken, in Deutschland dagegen höher*

<sup>12</sup> Für Irland liegen noch keine Angaben für das zweite Quartal vor. Im ersten Vierteljahr war das reale BIP den offiziellen Angaben zufolge um 2,1% geschrumpft, nach einem Anstieg von 26,3% im Jahresdurchschnitt 2015. Ursprünglich war für das vergangene Jahr ein Zuwachs von +7,8% gemeldet worden. Diese schwer zu interpretierenden BIP-Raten dürften auf Umstrukturierungen multinationaler Unternehmen zurückzuführen sein. Vgl.: Central Bank of Ireland, Recent revision to the national income and expenditure accounts, Quarterly Bulletin, Nr. 3/2016, S. 11.

anderen Mitgliedsländer des Euro-Raums die Vorjahresrate der Industriegüterpreise seit Anfang 2014 durchgängig um mindestens 0,5 Prozentpunkte niedriger.

*HVPI insgesamt  
im Juli leicht  
höher*

Im Juli 2016 stiegen die Verbraucherpreise im Euro-Raum gemäß der Schnellschätzung von Eurostat gegenüber dem Vormonat leicht an. Dabei wurde der recht deutliche Rückgang der Energiepreise von einem kräftigen Anstieg der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel fast vollständig ausgeglichen. Dienstleistungen verteuerten sich moderat. Die Preise für die anderen Warengruppen veränderten sich kaum. Der Vorjahresabstand des HVPI insgesamt erhöhte sich im Vergleich zum Vormonat geringfügig auf 0,2% und ohne Energie leicht auf 1,0%.

In den kommenden Monaten sollte sich die moderate konjunkturelle Aufwärtsbewegung im Euro-Raum fortsetzen. Der private Konsum wird zwar vermutlich nicht an das durch kräftige Energiepreissenkungen geförderte Expansionstempo des Vorjahres anschließen können. Gleichwohl wird die Binnennachfrage im Euro-Raum weiter durch die andauernde Besserung am Arbeitsmarkt und die im Grunde aufwärtsgerichtete Investitionskonjunktur gestützt. Von der nur verhalten expandierenden Weltwirtschaft sind keine größeren Impulse zu erwarten. Die kürzerfristigen konjunkturellen Auswirkungen des Referendums im Vereinigten Königreich dürften sich für den Euro-Raum aber in sehr engen Grenzen halten. Dies legt zumindest die Entwicklung der Vertrauensindikatoren für die EWU im Juli nahe.

*Anhaltende  
Aufwärts-  
bewegung  
im Euro-Raum  
erwartet*