

Internationales und europäisches Umfeld

Weltwirtschaftliche Entwicklung

Globales BIP-Wachstum wohl leicht verringert, ...

Die Weltwirtschaft hat das Jahr 2016 offenbar gefestigt beendet. Zwar dürfte das Wachstum der globalen Wirtschaftsleistung im Schlussquartal saisonbereinigt etwas nachgelassen haben. Ausschlaggebend hierfür war aber, dass in den USA die hohe Dynamik im Sommer von Sondereinflüssen begünstigt und mithin nicht zu halten war. Anderenorts zeichnete sich kein größerer Tempowechsel ab. Die gesamtwirtschaftliche Erzeugung zog im Euro-Raum weiterhin deutlich, im Vereinigten Königreich recht kräftig an; in Japan nahm sie erneut mäßig zu. Nach wie vor unterschiedlich entwickelten sich wichtige aufstrebende Volkswirtschaften. In China expandierte das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) auch im zurückliegenden Quartal mit einer im internationalen Vergleich hohen und bemerkenswert stabilen Rate. In Indien hingegen scheinen die Maßnahmen der Regierung zur Neuordnung des Bargeldverkehrs die Konjunktur belastet zu haben.

... aber konjunkturelle Grundtendenz vermutlich gefestigt ...

Jenseits der üblichen Schwankungen vierteljährlicher BIP-Angaben wies zuletzt eine Reihe von Indikatoren auf eine Aufhellung des weltweiten Konjunkturbilds hin. Insbesondere zeichnete sich eine Belebung der Industrie und des internationalen Warenhandels ab. Den Angaben des Centraal Planbureau zufolge legten die globale Industrieproduktion und der Welthandel im Schnitt Oktober/November gegenüber dem Mittel der Sommermonate merklich zu; mit einem Plus von jeweils $2\frac{3}{4}\%$ wurden im November die höchsten Vorjahresabstände seit dem Winterhalbjahr 2014/2015 verzeichnet. Darüber hinaus war eine spürbare Stimmungsverbesserung zu beobachten: Der globale Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe war zum Jahreswechsel 2016/2017 so hoch wie zuletzt im Februar 2014, und auch sein Pendant für den Dienstleistungssektor stieg in den Herbstmonaten merklich. Zudem zogen

die Preise auf wichtigen Rohstoffmärkten an. Höhere Erlöse aus dem Export von Primärgütern sollten die Konjunktur gerade in einer Reihe von Schwellenländern unterstützen. Insgesamt spricht also einiges dafür, dass die bereits seit Längerem erwartete graduelle Festigung der Weltwirtschaft nunmehr im Gang ist.¹⁾

Dazu passt, dass der Stab des Internationalen Währungsfonds (IWF) im Januar an seinen Projektionen aus dem World Economic Outlook vom Oktober 2016 für das globale Wirtschaftswachstum in diesem und im nächsten Jahr festhielt (+ 3,4% bzw. + 3,6% zu kaufkraftparitätischen Wechselkursen, verglichen mit + 3,1% 2016). Als Zugpferd dieser konjunkturellen Besserung wurden nach wie vor in erster Linie die aufstrebenden Volkswirtschaften gesehen. Nichtsdestoweniger stuft der Stab vor allem die kurzfristigen Aussichten einzelner Schwellenländer herab, insbesondere für Saudi-Arabien, Indien und einige lateinamerikanische Staaten. Dagegen wurde die Wachstumsprognose für die chinesische Wirtschaft im laufenden Jahr etwas nach oben revidiert. Unter den Industrieländern hob der Stab seine Projektion für das Vereinigte Königreich im Jahr 2017 merklich an, senkte aber seine Vorausschätzung für 2018 ab – vermutlich davon ausgehend, dass dämpfende Effekte des Brexit-Referendums später zutage treten würden. Unter der Annahme einer Lockerung der Fiskalpolitik wurden die Wachstumsperspektiven der US-Wirtschaft vor allem für 2018 günstiger beurteilt.

... im Einklang mit Projektionen des IWF

Die Erwartung eines einschneidenden Politikschwenks in den USA wird vielfach als Ursache für die Aufhellung der Konjunkturaussichten in der jüngsten Zeit gewertet. Zwar könnten umfassende Steuersenkungen das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage und damit

Mögliche Implikationen eines Politikschwenks in den USA

¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die Verlangsamung des globalen Wirtschaftswachstums und der Rückgang der Rohstoffpreise, Monatsbericht, November 2015, S. 16 f.

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 10. Februar bzw. 1. bis 14. Februar 2017 (Rohöl). Deutsche Bundesbank

eng mit den USA verflochten sind. Insofern haben nicht nur die Aufwärtsrisiken für die globale Konjunktur an Bedeutung gewonnen. Eindeutiger dürfte sein, dass ein solcher Politikwechsel den allgemeinen Preisauftrieb steigern würde.

In das Bild eines erwarteten Fiskalimpulses in den USA und einer konjunkturellen Festigung, speziell im Verarbeitenden Gewerbe, fügt sich die kräftige Verteuerung von Industrierohstoffen. Ein entsprechender Index des Hamburgischen WeltWirtschaftsinstituts (auf US-Dollar-Basis) war im Januar um 20% höher als im Oktober und übertraf seinen Vorjahresstand um mehr als 40%. Dagegen bewegten sich die Notierungen für Nahrungs- und Genussmittel im Berichtszeitraum kaum. Der Kassapreis für ein Fass Rohöl der Sorte Brent zog zum Monatswechsel November/Dezember sprunghaft an und schwankte seitdem um 55 US-\$. Maßgeblich für diesen Preisschub war die Einigung wichtiger Förderländer innerhalb und außerhalb der OPEC auf eine Produktionskürzung. Dies flachte auch die Terminkurve ab. Aufgrund der jüngsten Verteuerung und eines Basiseffekts infolge der Verbilligung Anfang 2016 ergab sich im Januar 2017 ein Vorjahresabstand der Kassanotierung von über 70%, der sich allerdings ohne einen weiteren Preisanstieg in den kommenden Monaten wieder erheblich reduzieren würde.

Preise für Industrierohstoffe und Rohöl stark gestiegen

der Importe in den USA kurzfristig anheizen. Angesichts der weitgehenden Normalauslastung der Kapazitäten der amerikanischen Wirtschaft dürfte dies aber den Preisauftrieb und mithin die Zinsen spürbar erhöhen. Über das Zins-Wechselkurs-Gefüge, konkret eine Aufwertung des US-Dollar, würden sich diese Effekte der Tendenz nach wohl auch in den Partnerländern niederschlagen. Somit könnte dort der dämpfende Einfluss höherer Zinsen und niedrigerer Kaufkraft einer Ausweitung der Exporte in die USA gegenüberstehen. Dabei ist noch die Gefahr eines restriktiveren Kurses der amerikanischen Handelspolitik zu berücksichtigen, vor allem mit Blick auf jene Volkswirtschaften, die

Die Preisbewegungen bei Energieträgern waren ausschlaggebend dafür, dass die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe in den Industrieländern von 0,9% im September 2016 auf 1,6% im Dezember kletterte. Klammert man Energie und Nahrungsmittel aus dem Warenkorb aus, war der Preisauftrieb nach wie vor gedämpft (+1,5%). Im Januar 2017 ist die Gesamtrate den vorliegenden Angaben einzelner Länder zufolge wahrscheinlich nochmals merklich gestiegen. Mit dem Wegfall des Basiseffekts aus dem Vorjahresvergleich dürfte sie sich in den nächsten Monaten wieder ermäßigen. Nichtsdestoweniger haben die deflationären Gefahren, die mitunter unmittelbar mit dem vorangegangenen

Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe in Industrieländern kräftig angezogen

nen Preisrutsch auf dem Ölmarkt assoziiert worden waren, an Bedeutung verloren, während Aufwärtsrisiken für die Inflation in jüngster Zeit klarer in den Vordergrund gerückt sind. Für die Verbraucher in den Industrieländern hat der Umschwung in der Preistendenz bei Energieträgern zur Folge, dass sich die Einkommensspielräume in realer Rechnung möglicherweise nicht mehr in dem Maße erweitern wie in den vergangenen zwei Jahren. Damit entfällt ein Faktor, der die Konsumkonjunktur und das gesamtwirtschaftliche Wachstum spürbar gestützt hat (siehe Erläuterungen auf S. 14 ff.).

Ausgewählte Schwellenländer

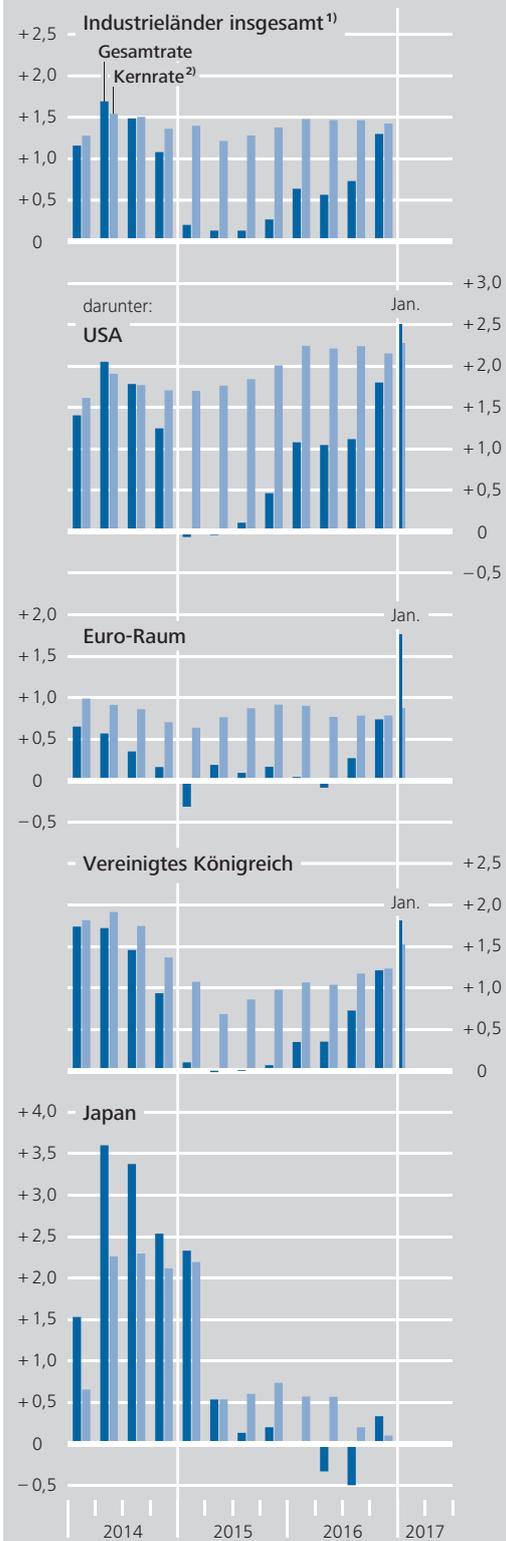
In China gemäß offizieller Schätzung stabiles Wirtschaftswachstum

In China blieb das Wirtschaftswachstum auch im Schlussquartal 2016 bemerkenswert stabil. Gemäß der offiziellen Schätzung stieg das reale BIP binnen Jahresfrist um 6,8% und damit praktisch genau so stark wie in den drei vorangegangenen Quartalen (jeweils + 6,7%). Andere Indikatoren deuten allerdings auf eine Festigung einer zunächst schwachen Konjunktur im Jahresverlauf hin. Beispielsweise erholten sich die Warenimporte erkennbar, und die Stimulation in der Industrie und im Dienstleistungsbereich hellte sich merklich auf. Die erhebliche Verstärkung des nominalen BIP-Wachstums – von + 6,4% im Schlussquartal 2015 auf zuletzt + 9,6% – lässt ebenfalls gewisse Zweifel an den ausgewiesenen realen BIP-Wachstumsraten aufkommen. Demnach hätte der binnenwirtschaftliche Preisdruck im Jahresverlauf 2016 spürbar zugenommen. Das Bild könnte aber durch Probleme bei der Deflationierung der inländischen Wertschöpfung verzerrt sein.²⁾ Dafür spricht auch die eher ruhige Preisentwick-

² Das chinesische Statistikamt verwendet für die Deflationierung der inländischen Wertschöpfung Outputpreisindizes. Bei diesem vereinfachten Verfahren wird der Einfluss der Preise von importierten Rohstoffen nicht herausgerechnet. Mithin könnten Rohstoffe, deren Preise in den vergangenen Quartalen deutlichen Schwankungen unterworfen waren, das realwirtschaftliche Bild verzerrt haben. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Internationales und europäisches Umfeld, Monatsbericht, November 2015, S. 15; sowie: IWF (2017), Measure up: A better way to calculate GDP, Staff Discussion Note 17/02.

Verbraucherpreise in den Industrieländern

Veränderung gegenüber Vorjahr in %, vierteljährlich



Quellen: Nationale Statistiken, Eurostat und eigene Berechnungen. 1 USA, EU-28, Japan, Kanada, Norwegen und Schweiz. 2 Ohne Energie und Nahrungsmittel; EU-28: HVPI ohne Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel; Japan: einschl. alkoholischer Getränke.

Energiepreise und privater Verbrauch

Von der Halbierung der Rohölnotierungen in der zweiten Hälfte des Jahres 2014 versprachen sich Beobachter sehr unterschiedliche Effekte für die Realwirtschaft. Optimisten vertraten die Hypothese, dass die Verbraucher auf die Entlastung durch günstigere Kraftstoffe mit einer Ausweitung ihrer Ausgaben für (andere) Waren und Dienstleistungen reagieren würden. Dieser Stimulus würde gegebenenfalls dämpfenden Effekten entgegenwirken. Denn gerade in jenen Volkswirtschaften, die selbst Öl fördern, sei zumindest im unmittelbar betroffenen Rohstoffsektor mit einem Rückgang der Investitionen zu rechnen.¹⁾

Pessimisten hingegen bezweifelten den positiven Impuls auf den privaten Verbrauch. Sie gingen davon aus, dass die Verbraucher die Minderausgaben für Energieträger dazu nutzen würden, ihre Sparanstrengungen zu verstärken, etwa um Schulden abzubauen. Ein entsprechendes Verhalten hätten insbesondere jene Akteure an den Tag legen sollen, die nur mit einem temporären Anstieg ihrer Realeinkommen rechneten, zum Beispiel weil sie eine rasche Erholung der Energiepreise erwarteten. Darüber hinaus wurde befürchtet, dass eine vorübergehende Absenkung der Inflationserwartungen – im Zuge der Verbilligung von Ölprodukten – bei bindender Zinsuntergrenze den Realzins erhöhen und damit den Konsum in der Gegenwart dämpfen könnte.

Ein Rückblick auf die vergangenen zwei Jahre gibt den Optimisten Recht. In diesem Zusammenhang dürfte wichtig gewesen sein, dass sich die Ölpreisabsenkung weitgehend als persistent erwiesen hat. Betrachtet man die USA, den Euro-Raum, Japan und das Vereinigte Königreich zusammen, weiteten die privaten Haushalte ihre Verbrauchsausgaben in den Jahren 2015 und 2016 preisbereinigt jeweils um rund 2% aus.²⁾ Das waren die höchsten Steigerungs-

raten seit 2006. Damit war der private Verbrauch rein rechnerisch maßgeblich für die Beschleunigung des realen BIP-Wachstums dieser Ländergruppe von knapp 1¾% im Jahr 2014 auf 2% im Folgejahr. Zwar verringerte sich das gesamtwirtschaftliche Expansionstempo 2016 wieder. Dies war jedoch insbesondere einer nur noch schleppenden Zunahme der Anlageinvestitionen geschuldet, speziell in den USA und im Vereinigten Königreich.³⁾ Die deutliche Verlangsamung des Investitionswachstums dort war zum Teil unmittelbar auf die Anpassungen in der heimischen Ölindustrie zurückzuführen (siehe auch Erläuterungen auf S. 18).⁴⁾ Dagegen expandierten die Investitionsausgaben im Euro-Raum 2016 wohl sogar stärker als im Vorjahr, sofern man die Investitionen in Irland ausklammert, die aufgrund von Verlagerungen bei multinationalen Unternehmen 2015 sprunghaft zugenommen hatten.⁵⁾

Der private Verbrauch nimmt zu, wenn bei gegebenem Realeinkommen die privaten

1 Vgl. hier und im Folgenden: Deutsche Bundesbank, Zu den möglichen realwirtschaftlichen Auswirkungen des Ölpreisrückgangs, Monatsbericht, Februar 2015, S. 13 ff.

2 Die Daten wurden über Haver Analytics dem Economic Outlook der OECD vom November 2016 entnommen. Für das vierte Quartal 2016 wurden dort Projektionen eingefügt. Die Aggregation über Länder hinweg beruht auf den nominalen Gewichten (und Marktwechselkursen) des Jahres 2010.

3 Hinzu kam noch ein merklich dämpfender Einfluss der Vorratsdynamik auf das reale BIP-Wachstum, die im Zusammenhang mit der Schwäche in der globalen Industrie – hier speziell im Rohstoffsektor – und im Welthandel gestanden haben könnte. Vgl. auch: Deutsche Bundesbank, Zu den jüngsten Tendenzen im globalen Warenhandel, Monatsbericht, März 2016, S. 23 f.

4 Vgl. insbesondere: Deutsche Bundesbank, Zum Einfluss von Sonderfaktoren auf das reale BIP-Wachstum in den USA im Winter 2015, Monatsbericht, Mai 2015, S. 17; sowie Deutsche Bundesbank, Internationales und europäisches Umfeld, Monatsbericht, August 2016, S. 19 ff.

5 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Revision der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Jahr 2015 im Euro-Raum, Monatsbericht, November 2016, S. 17 f.

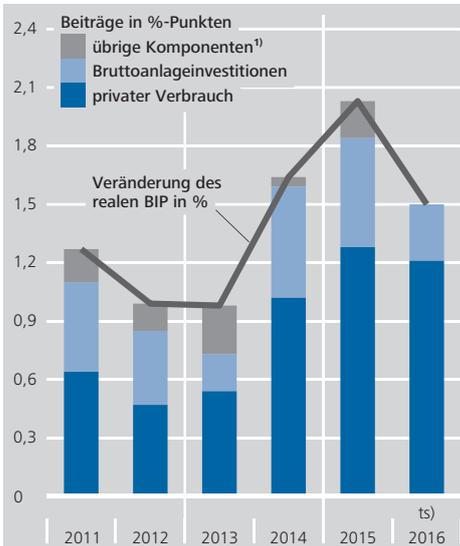
Haushalte ihre Konsumneigung erhöhen, das heißt, ihre Sparquote senken, oder wenn bei unverändertem Sparverhalten die nominalen verfügbaren Einkommen stärker steigen als die Verbraucherpreise. Mithilfe einer rechnerischen Zerlegung können die Beiträge der einzelnen Faktoren zur Dynamik des privaten Verbrauchs quantifiziert werden.⁶⁾ Dabei zeigt sich in der langen Frist, dass das Konsumwachstum im Wesentlichen durch die Einkommensexpansion bestimmt wird. Der Preisauftrieb dämpft die realen Zuwächse gegenüber den nominalen Steigerungsraten in der Regel erheblich. Demgegenüber ändert sich das Sparverhalten nur in einzelnen Jahren derart deutlich, dass die Dynamik des privaten Verbrauchs spürbar beeinflusst wird.

In den Jahren 2015 und 2016 erhöhte sich die Sparquote in den wichtigsten fortgeschrittenen Wirtschaftsräumen entgegen manchen Prognosen nur geringfügig und hielt damit die Ausweitung des Verbrauchs im Schnitt lediglich um 0,2 Prozentpunkte zurück – praktisch im gleichen Umfang wie auch 2014. Die nominalen verfügbaren Einkommen legten zwar in den vergangenen beiden Jahren moderat zu, jedoch spürbar langsamer als 2014. Im Vergleich zu diesem Referenzjahr fiel ihr Beitrag zum Wachstum des Verbrauchs um 0,4 Prozentpunkte geringer aus. Mithin ist die merkliche Temporerhöhung der preisbereinigten Ausgaben (um 0,4 Prozentpunkte) allein darauf zurückzuführen, dass der Preisauftrieb ganz erheblich nachließ und die Konsumexpansion nur wenig dämpfte (– 0,5 Prozentpunkte im Schnitt 2015/2016, nach – 1,3 Prozentpunkten 2014).

Die Verbilligung von Energieträgern im Zuge des Preisrutsches bei Rohöl war die wesentliche Kraft hinter der Abschwächung des Anstiegs der Verbraucherpreise und dürfte im gesamten Länderkreis wirksam gewesen sein.⁷⁾ Darüber hinaus waren in den einzelnen Volkswirtschaften zum Teil sehr unterschiedliche Faktoren von Bedeutung. So ist

Reales BIP in wichtigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften¹⁾

Veränderung gegenüber Vorjahr



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Daten der OECD (Economic Outlook, November 2016) und Haver Analytics. * USA, Euro-Raum (15 Mitgliedsländer), Japan und Vereinigtes Königreich; Angaben für 2016 sind Projektionen der OECD. Aggregation mithilfe nominaler Gewichte (auf Basis von Marktwchselkursen) des Jahres 2010. 1 Öffentlicher Verbrauch, Nettoexporte und Vorratsänderungen.
 Deutsche Bundesbank

die verhaltene Zunahme der aggregierten Sparquote in den vergangenen zwei Jahren auf Japan und die USA zurückzuführen. Dort war die Konsumneigung im Zusammenhang mit fiskalischen Maßnahmen speziell 2013 kräftig gestiegen, sodass die nachfolgenden Anpassungen eher als Normalisierung zu deuten sind.⁸⁾ Demgegenüber war in den vergangenen zwei Jahren die Sparquote im

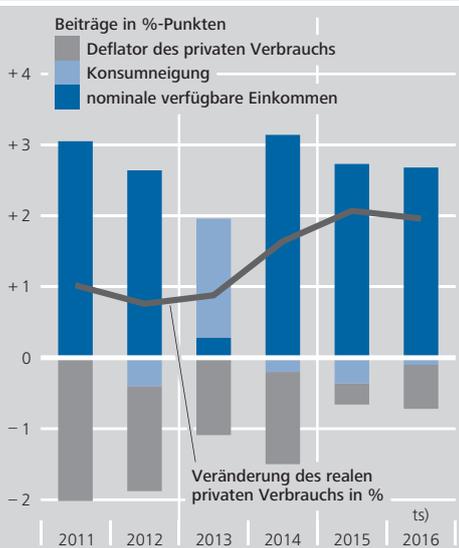
⁶ Zur Anwendung kommt die sog. Shapley-Siegel-Dekomposition für drei Bestimmungsfaktoren. Vgl. auch: T. Knetsch und A. Nagengast, On the dynamics of the investment income balance, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 21/2016.

⁷ Empirische Evidenz für die stimulierende Wirkung des Ölpreyrückgangs auf den realen privaten Verbrauch in den USA führen auch Baumeister und Kilian (2017) an. Vgl.: C. Baumeister und L. Kilian (2017), Lower oil prices and the U.S. economy: Is this time different?, Brookings Papers on Economic Activity, im Erscheinen.

⁸ In den USA liefen 2013 umfassende Erleichterungen bei Steuern und Sozialversicherungsbeiträgen aus, wodurch das Wachstum der verfügbaren Einkommen temporär stark belastet wurde. In Japan wurde im Frühjahr 2014 der Mehrwertsteuersatz deutlich angehoben, was das Sparverhalten und die Inflationsdynamik wesentlich beeinflusste.

Realer privater Verbrauch in wichtigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften⁹⁾

Veränderung gegenüber Vorjahr



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis von Daten der OECD (Economic Outlook, November 2016) und Haver Analytics. * USA, Euro-Raum (15 Mitgliedsländer), Japan und Vereinigtes Königreich; Angaben für 2016 sind Projektionen der OECD. Aggregation mithilfe nominaler Gewichte (auf Basis von Marktwechselkursen) des Jahres 2010. Rechnerische Zerlegung gemäß Shapley-Siegel-Dekomposition.

Deutsche Bundesbank

Euro-Raum weitgehend stabil, während sie im Vereinigten Königreich sogar zurückging.

Im Euro-Gebiet insgesamt – aber auch in den größten Mitgliedsländern – war die spürbare Zunahme der verfügbaren Einkommen, die 2012 nahezu ins Stocken geraten war, ein wesentlicher Faktor für das Wiederanziehen des privaten Verbrauchs. Zudem stützte schon vor dem Ölpreisrückgang die Abschwächung des allgemeinen Preisanstiegs für sich genommen den privaten Konsum, da im Gefolge der Rezession und Anpassungsprozesse in einigen Mitgliedsländern der heimische Kostendruck nachließ und Verbrauchssteuererhöhungen zur Sanierung der öffentlichen Haushalte keine so große Rolle mehr spielten. Ohne die Entlastung durch die verbraucherfreundlichen Preistendenzen, vor allem durch den Realeinkommenstransfer mittels niedrigerer Energiepreise, wäre der private Konsum im Euro-Raum wohl nicht derart deutlich gestiegen.

Im Rahmen der vorgestellten rechnerischen Zerlegung wurden wichtige Interdependenzen zwischen den Bestimmungsfaktoren des Konsums ausgeblendet. So könnte etwa der schwache Preisauftrieb der letzten Jahre auch das nominale Einkommenswachstum zurückgehalten haben.⁹⁾ Zudem werden andere makroökonomische Wirkungszusammenhänge vernachlässigt. Simulationen mit traditionellen Strukturmodellen, etwa mit dem Weltwirtschaftsmodell NiGEM des National Institute of Economic and Social Research, legen aber ebenfalls eine stimulierende Wirkung niedrigerer Energiepreise in Öl importierenden Volkswirtschaften nahe, insbesondere auch im Euro-Raum.

Mit der jüngsten Verteuerung von Rohöl und dem Basiseffekt infolge der vorübergehend besonders niedrigen Rohölpreise ein Jahr zuvor sind die Inflationsraten in den wichtigsten Industrieländern zum Jahreswechsel 2016/2017 markant gestiegen. Angesichts der normalerweise eher trägen Lohndynamik dürfte der wieder kräftigere allgemeine Preisauftrieb die realen Einkommenszuwächse zunächst schmälern und könnte auf diese Weise auch die Expansion des privaten Verbrauchs belasten. Längerfristig aber sollte sich das Lohnwachstum verstärken und so zu einer weiteren gesamtwirtschaftlichen Normalisierung beitragen. Mit Blick auf die globalen Wachstumsperspektiven dürfte der stabilisierende Einfluss höherer Rohstoffpreise auf die exportierenden Volkswirtschaften wichtiger sein als eine mögliche Mäßigung der Konsumkonjunktur in den Importländern.¹⁰⁾

⁹ Vgl. auch: Deutsche Bundesbank, Lohndynamik bei hoher Arbeitslosigkeit im Euro-Raum, Monatsbericht, Dezember 2016, S. 33–56.

¹⁰ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die Verlangsamung des globalen Wirtschaftswachstums und der Rückgang der Rohstoffpreise, Monatsbericht, November 2015, S. 16 f.

lung auf der Verbraucherstufe. Im Schlussquartal 2016 übertraf der Verbraucherpreisindex (VPI) seinen Vorjahresstand um 2,3%.

Bargeldreform dürfte indische Konjunktur beeinträchtigt haben

Der kräftige Aufschwung der indischen Wirtschaft dürfte abrupt unterbrochen worden sein, als die Regierung im November 2016 überraschend einem großen Teil des Bargeldes die Eigenschaft eines gesetzlichen Zahlungsmittels entzog. Diese Maßnahme zielte auf die Entwertung von Schwarzgeldbeständen ab, die nach der Meinung der Regierung durch Korruption und Steuerflucht angehäuft worden waren. Die Produktion und Verteilung der neuen Banknoten kamen allerdings nur schleppend voran, sodass erhebliche Störungen im Geldkreislauf entstanden. Wie groß der Einfluss dieser Maßnahme auf das BIP letztlich gewesen ist, bleibt abzuwarten. Der Nachfrageausfall infolge der Bargeldreform dämpfte vermutlich auch den Preisanstieg etwas. Die Teuerungsrate auf der Verbraucherstufe verringerte sich von 5,2% im dritten Quartal auf 3,7% im vierten.

Rezession in Brasilien noch nicht beendet

In Brasilien setzte sich die schwere Rezession wohl in der zweiten Jahreshälfte 2016 noch fort. Nach einem BIP-Rückgang von saisonbereinigt 0,8% im dritten Vierteljahr legen die bislang verfügbaren Indikatoren für das Schlussquartal eine weitere Schrumpfung nahe. Die mittlerweile dreijährige Wirtschaftskrise hat tiefe Spuren auf dem Arbeitsmarkt hinterlassen. Inzwischen sind 12% der Erwerbspersonen arbeitslos. Zudem verschärfte sich die Lage der Staatsfinanzen drastisch. Eine ambitionierte Haushaltskonsolidierung erscheint unausweichlich. Immerhin ließ der Preisanstieg in den letzten Monaten weiter nach. Für Januar 2017 wurde eine Teuerungsrate von 5,4% ermittelt, verglichen mit knapp 9% zur Jahresmitte 2016. Dies ermöglichte der Zentralbank, mit der geldpolitischen Lockerung fortzufahren.

Leichte konjunkturelle Erholung in Russland

In Russland stabilisierte sich die Wirtschaftsleistung im vergangenen Jahr annähernd. Gemäß einer ersten Schätzung des Statistikamtes sank das reale BIP um 0,2%, nachdem es 2015 um knapp 3% eingebrochen war. Zwar wurden

noch keine Quartalsergebnisse vorgelegt. Allerdings deuten verschiedene Indikatoren an, dass die Wirtschaft in der zweiten Jahreshälfte 2016 wieder leicht gewachsen ist. Für die konjunkturelle Festigung dürfte die Erholung der Rohölnotierungen eine wichtige Rolle gespielt haben. Auch die Stimmung unter den Konsumenten besserte sich in jüngster Zeit. Dazu trug vermutlich der schwächere Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe wesentlich bei. Nachdem sich die Teuerungsrate im letzten Jahresviertel 2015 noch auf 14,5% belaufen hatte, verringerte sie sich im abgelaufenen Quartal auf 5,7%.

USA

Die US-Wirtschaft konnte im Herbst erwartungsgemäß nicht an das hohe Wachstumstempo des vorangegangenen Vierteljahres anknüpfen. Im Quartalsvergleich ermäßigte sich die Zunahme des um saisonale Einflüsse bereinigten realen BIP einer ersten amtlichen Schätzung zufolge von 0,9% auf 0,5%. Ausschlaggebend war dabei, dass sich die Ausfuhren nach einem sprunghaften, auf wenige Produkte konzentrierten Anstieg wieder normalisierten.³⁾ Diese Sonderentwicklung überdeckt die Anzeichen für eine graduelle Festigung der Konjunktur in den Vereinigten Staaten. So expandierte die oftmals als Gradmesser herangezogene private inländische Endnachfrage im Schlussquartal etwas lebhafter. Erstmals seit mehr als einem Jahr wurden sowohl die privaten Bruttoanlageinvestitionen insgesamt als auch die Ausgaben für gewerbliche Ausrüstungen wieder merklich ausgeweitet. Zuvor waren diese maßgeblich durch Anpassungen in Branchen zurückgehalten worden, deren Ertragsaussichten durch das niedrige Niveau vieler Rohstoffpreise beeinträchtigt wurden (siehe Erläuterungen auf S. 18). Vor dem Hintergrund der weniger ver-

Wachstumsmoderation zum Jahresabschluss

³ Starken Schwankungen unterlagen zuletzt die Exporte von Nahrungs- und Futtermitteln sowie Getränken. Klammert man diese bei der Berechnung des realen BIP aus, so ergibt sich sowohl für das dritte als auch für das vierte Vierteljahr 2016 eine Ausweitung um jeweils gut 0,6% gegenüber dem Vorquartal.

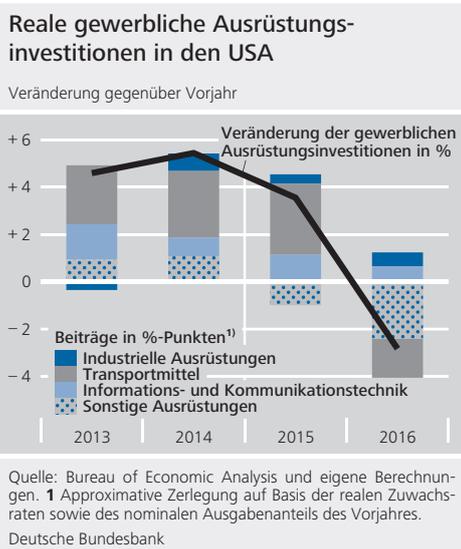
Zur Schwäche der Ausrüstungsinvestitionen in den USA

In der Debatte über den Zustand der US-Wirtschaft bereitete in den Augen vieler Betrachter insbesondere die Schwäche der gewerblichen Ausrüstungsinvestitionen Anlass zur Sorge, da diese weniger stark als der Gewerbebau durch Kapazitätsanpassungen der Ölindustrie beeinträchtigt werde.¹⁾ Der Rückgang der entsprechenden Ausgaben im abgelaufenen Kalenderjahr (um preisbereinigt 2,8%) wurde zum Teil als Indiz für eine allgemeinere Investitionszurückhaltung gewertet, die auf eine bevorstehende Verlangsamung der gesamtwirtschaftlichen Aufwärtsbewegung hindeuten könne.

Gegen eine solche Interpretation spricht, dass sich wichtige Komponenten der Ausrüstungsinvestitionen zuletzt stark uneinheitlich entwickelten. Diese Heterogenität sticht dabei umso mehr ins Auge, als sie mit dem Muster des aktuellen Konjunkturzyklus bricht. Nachdem im Jahr 2009 Investitionsbudgets generell zusammengestrichen worden waren, war der folgende, zunächst kräftige Aufschwung breit abgestützt. Im Jahr 2016 wurden dagegen die Aufwendungen für industrielle Ausrüstungen sowie Informations- und Kommunikationstechnik

real merklich ausgeweitet, diejenigen für Transportmittel sowie sonstige Ausrüstungen hingegen stark gekürzt.

Die Diagnose einer breit angelegten Investitionsschwäche erscheint auch deshalb fragwürdig, weil Rückschläge in den angesprochenen Segmenten zu einem nicht unerheblichen Teil Korrekturen in Branchen widerspiegeln dürften, deren Ertragsaussichten durch den vorangegangenen Preisrutsch bei Rohstoffen in Mitleidenschaft gezogen wurden. Ein entsprechender Zusammenhang liegt insbesondere für die bereits im zweiten Jahr in Folge drastisch gesunkenen Ausrüstungsinvestitionen für den Bergbau und die Gewinnung von Rohöl sowie für landwirtschaftliche Maschinen nahe. Darüber hinaus sind vermutlich indirekte Effekte von Bedeutung, da Produktionskürzungen in extrahierenden Wirtschaftszweigen auf nachgelagerte Sektoren ausstrahlen. So könnte die Halbierung der Ausgaben für Eisenbahnfahrzeuge und -teile im Jahr 2016 nicht zuletzt ein Reflex auf fallende Frachtmengen im Schienenverkehr gewesen sein, die sich maßgeblich durch die schrumpfende Kohleförderung in den USA erklären.



Vor dem Hintergrund der jüngsten Erholung der Rohstoffpreise haben sich auch die Aussichten für die Ausrüstungsinvestitionen spürbar aufgehellt. Tatsächlich scheint die Talsohle bereits durchschritten zu sein. Im letzten Jahresviertel 2016 expandierten die Ausgaben preisbereinigt in allen großen Kategorien gegenüber dem Vorquartal.

¹⁾ Ausgaben, die im Zusammenhang mit dem Graben von Schächten und Bohrlöchern anfallen, werden in der US-amerikanischen BIP-Statistik als gewerbliche Bauinvestitionen verbucht. Im Jahr 2016 übertrafen alleine die entsprechenden Aufwendungen der Öl- und Gasindustrie den Wert der gesamten Ausrüstungsinvestitionen für den Bergbau und die Gewinnung von Rohöl um mehr als das Vierfache.

braucherfreundlichen Preisentwicklung steigerten die Konsumenten ihre Ausgaben in realer Rechnung nicht mehr ganz so kräftig. Im Januar kletterte die auf den gesamten VPI bezogene Teuerungsrate auf 2,5%; ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet lag sie 0,2 Prozentpunkte niedriger. Die Erwerbslosenquote bewegte sich am Jahresanfang mit 4,8% im Bereich gängiger Schätzungen der natürlichen Arbeitslosenquote. Zugleich blieb das Wachstum der Stundenlöhne in der Privatwirtschaft moderat. Nach einer Anhebung im Dezember ließ der Offenmarktausschuss der US-Notenbank die Zielvorgaben für den Leitzins zuletzt unverändert.

Japan

*Moderates
Wachstum vom
Außenhandel
getragen*

Die japanische Wirtschaft setzte im Herbst ihre Expansion mit mäßigem Tempo fort. Einer vorläufigen Schätzung zufolge erhöhte sich das reale BIP saisonbereinigt um 0,2% gegenüber dem dritten Jahresviertel. Wie bereits in der Vorperiode war das Wachstum praktisch ausschließlich dem Außenhandel geschuldet; die preisbereinigten Exporte zogen nochmals kräftig gegenüber dem Vorquartal an. Die inländische Nachfrage hingegen stagnierte. Dabei kam insbesondere der private Konsum nicht voran; der reale Verbrauch ist nach wie vor spürbar niedriger als in den Quartalen vor der Anhebung des Mehrwertsteuersatzes im Frühjahr 2014. Die Aufwärtsbewegung der Bruttoanlageinvestitionen wurde durch eine erneute Einschränkung der öffentlichen Ausgaben zurückgehalten. Während die Erwerbslosenquote im Dezember mit 3,1% auf einem äußerst niedrigen Niveau verharrte, blieb der heimische Preisauftrieb schwach. Die Teuerungsrate für den VPI ohne Energieträger und Nahrungsmittel sank im Dezember auf null; die Gesamtrate lag mit +0,3% nur wenig darüber. Der Vorjahresabstand des BIP-Deflators war im vierten Quartal weiterhin leicht negativ. Vor diesem Hintergrund behielt die japanische Notenbank die außergewöhnlich expansive Ausrichtung ihrer Geldpolitik bei.

Vereinigtes Königreich

Im Vereinigten Königreich blieb die weithin befürchtete konjunkturelle Abkühlung im zweiten Halbjahr 2016 aus. Im vierten Quartal zog das reale BIP nach Ausschaltung der üblichen saisonalen Einflüsse laut einer vorläufigen Schätzung um 0,6% gegenüber dem dritten Jahresviertel an und konnte damit das Expansions-tempo der Vorperiode halten. Maßgeblich hierfür war die nach wie vor kräftige Ausweitung des für die britische Wirtschaft besonders bedeutsamen Dienstleistungssektors. Die Ausbringung des Verarbeitenden Gewerbes legte ebenfalls merklich zu, nachdem sie im Vorquartal noch deutlich zurückgegangen war. Die reale Bruttowertschöpfung im Baugewerbe war zuletzt etwas höher. Im Jahresdurchschnitt expandierte die gesamtwirtschaftliche Produktion um 2,0%. Dies war der stärkste Zuwachs unter den großen Industrieländern. Im Einklang mit der robusten Konjunktur verharrte die Erwerbslosenquote im Herbst auf ihrem zyklischen Tiefstand von 4,8%. Zugleich nahm der Preisauftrieb weiter zu. Gemessen am Vorjahresabstand des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) belief sich die Inflationsrate im Januar auf +1,8%. Die Bank of England ließ ihre Geldpolitik unverändert.

*Anhaltend
robuste gesamtwirtschaftliche
Aufwärtsbewegung*

Neue EU-Mitgliedsländer

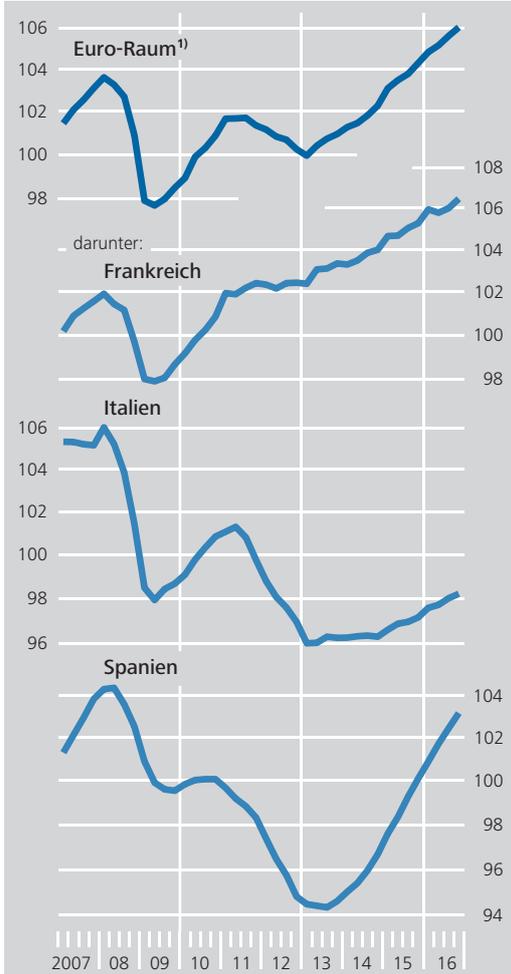
In den neuen EU-Mitgliedstaaten (EU-6)⁴ nahm der Aufschwung zum Jahresende wieder Fahrt auf. Ausschlaggebend für die konjunkturelle Verstärkung im Schlussquartal 2016 war, dass sich die Industrie von ihrer Flaute in den Sommermonaten rasch erholte. Zudem festigte sich die Bauproduktion. Diese war in den drei vorangegangenen Quartalen scharf gesunken, weil der Zufluss von EU-Mitteln zur Finanzierung von Infrastrukturprojekten durch den Übergang auf

*Aufschwung
im Herbst
wieder Fahrt
aufgenommen*

⁴ Der Länderkreis umfasst die seit dem Jahr 2004 beigetretenen Staaten, sofern sie noch nicht zum Euro-Raum 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. ¹ Ab 1. Vj. 2015 beeinflusst durch Niveau-sprung des irischen BIP.
 Deutsche Bundesbank

nahm das reale BIP im vierten Quartal saisonbereinigt um 0,4% gegenüber der Vorperiode und um 1,7% im Vorjahresvergleich zu.⁵⁾ Damit dürfte sich die Produktionslücke im Euro-Gebiet weiter geschlossen haben. Auch das stetige Expansionstempo und die verbesserte Stimmung von Haushalten und Unternehmen legen nahe, dass sich die konjunkturelle Erholung gefestigt hat. Im Jahresdurchschnitt 2016 dürfte das ausgewiesene reale BIP zwar mit 1,7% etwas weniger stark gewachsen sein als im Jahr zuvor. Die für 2015 gemeldete recht hohe Zuwachsrate von 1,9% ging jedoch zu knapp 0,4 Prozentpunkten auf eine Niveauanhebung des irischen BIP infolge von Aktivitätsverlagerungen internationaler Unternehmen zurück.⁶⁾ Ohne diesen Effekt zeigt sich in der Jahresbetrachtung eine Verstärkung der wirtschaftlichen Expansion im Euro-Raum.

Der private Verbrauch scheint gegen Jahresende wieder an Schwung gewonnen zu haben, nachdem sich seine Expansion im Sommerhalbjahr abgeschwächt hatte. Jedenfalls stiegen die realen Einzelhandelsumsätze saisonbereinigt nach einer nur verhaltenen Zunahme im Vorquartal um 0,9% kräftig an. Zudem wurden mehr neue Kraftfahrzeuge zugelassen. Getragen wurde die verbesserte Konsumkonjunktur von einer spürbaren Aufhellung des Verbrauchervertrauens, insbesondere hinsichtlich der Arbeitsmarkt- und Konjunkturperspektiven.

Privater Konsum deutlich lebhafter

einen neuen mehrjährigen Finanzrahmen ins Stocken geraten war. Der energiepreisbedingte Rückgang der Verbraucherpreise in den EU-6 lief zum Jahresende aus. Im Quartalsdurchschnitt stieg der HVPI binnen Jahresfrist um 0,4%; im Sommer war er noch um 0,3% gesunken.

Die Investitionsbudgets dürften im Berichtszeitraum vermehrt dotiert worden sein. Bei den Ausrüstungsinvestitionen könnte es nach einem Minus im Vorquartal preisbereinigt ein Plus gegeben haben. Zumindest nahm die Investitionsgüterproduktion saisonbereinigt um 0,3% zu. Die Bauinvestitionen scheinen an Schwung ver-

Vermehrte Investitionstätigkeit

Gesamtwirtschaftliche Tendenzen im Euro-Raum

Im Euro-Raum setzte sich das robuste Wirtschaftswachstum zum Jahresende 2016 fort. Der Schnellschätzung von Eurostat zufolge

Anzeichen für Festigung der wirtschaftlichen Erholung

⁵ Für das dritte Jahresviertel war ursprünglich eine Quartalswachstumsrate von 0,3% ermittelt worden. Im Zuge der Feststellung des Quartalsergebnisses für Irland (+4%) wurde sie dann auf 0,4% angehoben. Hinter der hohen Wachstumsrate Irlands standen Umschichtungen internationaler Unternehmen.

⁶ Siehe hierzu: Deutsche Bundesbank, Zur Revision der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für das Jahr 2015 im Euro-Raum, Monatsbericht, November 2016, S. 17 f.

loren zu haben. Die Bauleistung stieg im Herbst saisonbereinigt um 0,8% gegenüber dem Vorquartal, in dem sie um 1,8% zugelegt hatte.

Außenhandel spürbar belebt

Nach einer Stagnation im dritten Vierteljahr gewannen die Ausfuhren im letzten Quartal wohl wieder spürbar an Tempo. Die Erlöse aus Warenausfuhren in Drittländer erhöhten sich in den vergangenen Monaten sehr viel stärker als die Exportpreise, sodass sich ein deutlicher Volumeneffekt ergeben haben sollte. Dazu dürfte die Festigung der globalen Industriekonjunktur beigetragen haben. Im Einklang mit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung im Euro-Raum zogen auch die Einfuhren merklich an. Der Handel zwischen den Mitgliedsländern verzeichnete in den letzten Monaten des vergangenen Jahres ebenfalls kräftige Zuwächse.

*Industrie-
konjunktur auf
Expansionskurs*

Die Industriekonjunktur hielt sich im Euro-Raum im Schlussquartal 2016 auf Expansionskurs. Die Erzeugung erhöhte sich saisonbereinigt um 0,8% gegenüber der Vorperiode. Im Vorjahresvergleich ergab sich eine Steigerung um 1,9%. Die Produktionsausweitung war breit angelegt. Lediglich die Ausbringung von Konsumgütern ging etwas zurück.

*Regional breit
angelegte Auf-
wärtsbewegung*

Die konjunkturelle Lage verbesserte sich in den meisten Mitgliedsländern des Euro-Raums. Die französische Wirtschaft erhöhte ihr Expansions-tempo im vierten Quartal spürbar; das reale BIP nahm saisonbereinigt um 0,4% gegenüber der Vorperiode zu. Der private Verbrauch stieg recht kräftig um 0,6%, und der Staatsverbrauch wurde merklich ausgeweitet. Die Bruttoanlageinvestitionen legten wieder verstärkt zu, was im Zusammenhang mit der Verlängerung von Sonderabschreibungsregelungen stehen dürfte. Zudem konnten die Ausfuhren spürbar gesteigert werden. In Italien setzte sich die nur schleppende wirtschaftliche Erholung fort. Das BIP erhöhte sich real lediglich um 0,2%. Das Wachstum dürfte sowohl vom privaten Konsum als auch von den Exporten getragen worden sein. Zwar festigte sich die Industriekonjunktur weiter, am Bau ist jedoch bislang keine Belebung zu erkennen. Auch die steigende Arbeitslosig-

**Stimmungsindikatoren
für den Euro-Raum**

Salden in %, saisonbereinigt, monatlich



Quelle: Europäische Kommission.
 Deutsche Bundesbank

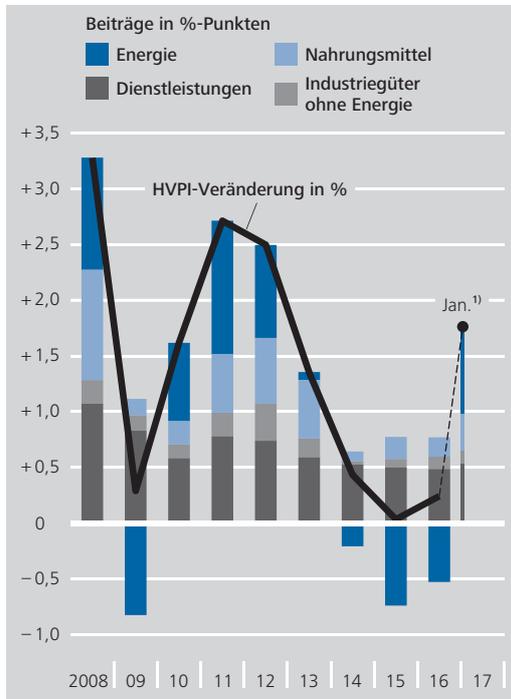
keit legt nahe, dass es der gesamtwirtschaftlichen Aufwärtsbewegung an Stärke fehlt. In Spanien hielt die kräftige konjunkturelle Aufwärtstendenz mit unverändertem Tempo an. Die Wirtschaftsleistung nahm saisonbereinigt um 0,7% gegenüber dem Vorquartal zu. Angetrieben von einer lebhaften Auslandsnachfrage stieg die Industrieproduktion deutlich an. Hingegen scheint die Konsumkonjunktur etwas nachgelassen zu haben. Auch in den anderen Mitgliedsländern des Euro-Raums war die Entwicklung überwiegend positiv. Ein recht kräftiges Wirtschaftswachstum gab es in den baltischen Staaten, der Slowakei, Österreich und Portugal. Die Niederlande, Zypern und Belgien verzeichneten deutliche Zuwächse. Lediglich in Finnland und Griechenland schrumpfte die Wirtschaftsleistung im Vorquartalsvergleich.

Die graduelle Verbesserung der Arbeitsmarktlage im Euro-Raum setzte sich fort. Die standardisierte Arbeitslosenquote verringerte sich bis zum Jahresende auf 9,6%. Im Dezember 2015

*Rückgang der
Arbeitslosigkeit,
Anstieg der
Beschäftigung*

Verbraucherpreise im Euro-Raum nach Gütergruppen

Veränderung gegenüber Vorjahr



Quelle: EZB. 1 Eigene Schätzung gemäß Angaben von Eurostat.
 Deutsche Bundesbank

hatte sie sich noch auf 10,5% belaufen. Die Erwerbstätigkeit nahm im dritten Quartal 2016 nur wenig zu. Gleichwohl ergab sich im Vorjahresvergleich noch ein Zuwachs von 1,2%. Das Wachstum der Arbeitskosten erhöhte sich im gleichen Zeitraum auf 1,5%. Die Stundenlöhne zogen binnen Jahresfrist ebenfalls stärker an als im zweiten Quartal.

Verbraucherpreise im Herbst vor allem wegen Energie weiter spürbar erhöht

Die Verbraucherpreise im Euro-Raum stiegen im Herbst 2016 um saisonbereinigt 0,4% und damit zum dritten Mal in Folge spürbar an. Dies lag in erster Linie an Energie, die sich im Zuge der höheren Rohölnotierungen vor allem im Dezember deutlich verteuerte. Daneben erhöhten sich die Preise von Dienstleistungen um 0,2%. Für Nahrungsmittel und Industriegüter ohne Energie mussten die Verbraucher hingegen kaum mehr aufwenden als im Sommer. Insgesamt weitete sich der Vorjahresabstand des HVPI recht kräftig um 0,4 Prozentpunkte auf + 0,7% aus. Dabei machte sich auch bemerkbar, dass die Energiepreise im Herbst 2015

zurückgegangen waren. Ohne Energie und Nahrungsmittel lag die Vorjahresrate wie in den beiden Quartalen zuvor bei + 0,8%.

Im Jahresdurchschnitt 2016 wirkte Energie jedoch immer noch stark dämpfend, sodass der Anstieg der Verbraucherpreise insgesamt mit 0,2% nur wenig höher ausfiel als im Jahr 2015. Ohne Energie gerechnet stiegen die Verbraucherpreise dagegen unverändert moderat um 0,9%, wobei sich Dienstleistungen mit 1,1% am stärksten verteuerten, gefolgt von Nahrungsmitteln mit 0,9% und Industriegütern ohne Energie mit 0,4%. Sechs Länder sahen sich noch sinkenden Preisen gegenüber, in allen übrigen lag die Teuerungsrate zwischen 0% und 1%, mit Ausnahme von Belgien mit einer Rate von über 1%. Deutschland nahm sowohl bei der Kern- als auch der Gesamtrate einen Platz im oberen Mittelfeld ein.

Im Jahresdurchschnitt 2016 wirkte Energie noch dämpfend; übrige Komponenten moderat verteuert

Im Januar 2017 zog die Inflationsrate im Euro-Raum stark an. Der Vorjahresabstand des HVPI weitete sich gemäß vorläufigen Angaben von Eurostat auf + 1,8% aus. Ausschlaggebend war, dass sich Energie infolge der höheren Rohölnotierungen weiter kräftig verteuerte. Hinzu kam als Basiseffekt, dass die Energiepreise im Januar 2016 stark zurückgegangen waren. Außerdem mussten die Verbraucher wegen außergewöhnlicher Witterungsbeeinträchtigungen in einigen Ländern deutlich mehr für unverarbeitete Nahrungsmittel zahlen. Ohne Energie und Nahrungsmittel gerechnet blieb der Preisauftrieb hingegen moderat; die entsprechende Vorjahresrate erhöhte sich nur leicht auf + 0,9%.

Im Januar kräftiger Anstieg der Inflationsrate vor allem wegen Energie

Die merklich verbesserte Stimmung von Haushalten und Unternehmen verspricht einen guten Jahresauftakt 2017. Sowohl in der Industrie als auch im Dienstleistungssektor liegen die Stimmungsindikatoren deutlich über ihren langfristigen Mitteln, wengleich sie nicht an vergangene Höchststände heranreichen. Dies ist insofern bemerkenswert, als zur gleichen Zeit infolge der enormen politischen Veränderungen und Unwägbarkeiten ein erhebliches Ausmaß

Im ersten Quartal 2017 wohl recht kräftiges Wirtschaftswachstum

an Unsicherheit diagnostiziert wird. Jedoch hat sich in der Vergangenheit gezeigt, dass der Zusammenhang zwischen politischer Unsicherheit und makroökonomischer Dynamik kurzfristig nicht sehr eng sein muss.⁷⁾ Wichtiger dürfte sein, dass sich die binnenwirtschaftlichen Wachstumskräfte im Euro-Raum und die globale Industriekonjunktur zunehmend festigen. Die recht lebhafte Konsumkonjunktur dürfte zwar im laufenden Jahr etwas an Schwung verlieren, weil eine wichtige Antriebskraft hierfür die bis zur Jahresmitte 2016 äußerst verbraucherfreundlichen Preistendenzen waren. Dafür

könnte sich aber die Investitionstätigkeit mit sich weiter schließender Produktionslücke stärker beleben. Auch vom Außenhandel sollten wieder etwas kräftigere Impulse ausgehen. Einem nachhaltig höheren Wirtschaftswachstum im Euro-Raum dürfte jedoch der infolge struktureller Probleme flache Potenzialpfad im Wege stehen.

⁷ Siehe hierzu bspw.: P. Meinen und O. Röhe (2017), On measuring uncertainty and its impact on investment: Cross-country evidence from the euro area, *European Economic Review* 92, S. 161–179.