

# REPORT

IMK Report 130, Oktober 2017

## EIN AUFSCHWUNG MIT MAß UND MITTE

### Prognose der wirtschaftlichen Entwicklung 2017/2018

Gustav A. Horn, Alexander Herzog-Stein, Peter Hohlfeld, Katja Rietzler, Sabine Stephan,  
 Thomas Theobald, Silke Tober, Sebastian Watzka

#### AUF EINEN BLICK

- Deutschland befindet sich in einem stabilen Aufschwung in günstigem Umfeld. Ein Vergleich mit früheren Aufschwungsphasen zeigt, dass der Aufschwung durch eine starke Binnenwirtschaft, insbesondere einen robusten privaten Konsum, geprägt ist. Löhne und Beschäftigung expandieren gleichermaßen. Ausschlaggebend ist, dass die Löhne kräftiger gestiegen sind als in früheren Aufschwungsphasen. Die jüngsten Anstiege der Löhne in Deutschland sind dabei nach wie vor weit davon entfernt, übermäßige Preissteigerungsspiralen in Gang zu setzen.
- Kennzeichnend für diesen Aufschwung ist auch eine bisher verhaltene Entwicklung der Ausrustungsinvestitionen. Diese dürften im Prognosezeitraum angesichts der günstigen Aussichten für die Binnenwirtschaft und das weltwirtschaftliche Umfeld an Fahrt gewinnen.
- Es wäre ein Irrtum anzunehmen, die EZB könne rasch den Expansionsgrad der Geldpolitik drosseln, da die Erholung im Euroraum deutlich an Breite gewonnen hat. Die Eigendynamik des Aufschwungs ist noch zu schwach, um nennenswerte Zinserhöhungen zu verkraften und käme im Falle einer weiteren deutlichen Aufwertung des Euro zum Erliegen.
- In Deutschland wird der Anstieg des BIP 2017 2,0 % und 2018 2,1 % betragen. Die Arbeitslosenquote liegt bei 5,7 % (2018: 5,5 %) und trotz der guten Beschäftigungslage steigen die Verbraucherpreise nur verhalten um 1,7 % (2018: 1,5 %).

#### Videostatement

Peter Hohlfeld



zur wirtschaftlichen Entwicklung 2017/2018  
<https://youtu.be/rIIKiFTCz2E>

#### BIP-Wachstum

	2017	2018
Deutschland	2,0 %	2,1 %
Euroraum	2,4 %	2,1 %
USA	2,1 %	2,5 %

<b>1</b>	<b>Auf einen Blick</b>	
<b>2</b>	<b>Stabiler Aufschwung in günstigem Umfeld</b>	
2	Geldpolitik stützt Euroraum-Aufschwung	
<b>4</b>	<b>Ist dieser Aufschwung anders?</b>	
<b>9</b>	<b>Weltwirtschaftliches Wachstum beschleunigt sich</b>	
9	Konjunktur in den USA zieht wieder an	
10	Dynamisches Wachstum in Japan	
10	Robuste Konjunktur in den Schwellenländern	
11	Konjunkturabschwächung im Vereinigten Königreich	
<b>11</b>	<b>Erholung im Euroraum gewinnt an Fahrt</b>	
<b>13</b>	<b>Deutsche Konjunktur</b>	
13	Exporte expandieren verhalten, Importe etwas kräftiger	
15	Ausrüstungsinvestitionen nehmen Fahrt auf	
17	Bauinvestitionen weiter im Aufwind	
17	Privater Konsum weiter auf Expansionskurs	
<b>18</b>	<b>Steigende Überschüsse der öffentlichen Haushalte</b>	
18	Deutliches Haushaltsplus im ersten Halbjahr	
18	Überschüsse überschreiten im Prognosezeitraum 1% des Bruttoinlandsprodukts	
<b>19</b>	<b>Beschäftigungsaufschwung setzt sich fort</b>	
<b>22</b>	<b>Datenanhang</b>	

## STABILER AUFSCHWUNG IN GÜNSTIGEM UMFELD

Die Konjunktur in Deutschland gewann im ersten Halbjahr 2017 weiter an Schwung. Dabei schlug der Konsum als gewichtigstes Nachfrageaggregat besonders stark zu Buche, aber auch die Exporte und insbesondere die Investitionen nahmen stärker zu als in der zweiten Hälfte des Jahres 2016. Aus heutiger Sicht spricht wenig für eine Verlangsamung oder gar einen Abbruch dieser Aufwärtsentwicklung.

Ausschlaggebend für die günstigen Aussichten sind die sehr niedrigen Zinsen der Europäischen Zentralbank (EZB) und die geldpolitisch motivierten Wertpapierkäufe in einem nach oben gerichteten weltwirtschaftlichen Umfeld mit ebenfalls niedrigem Leitzinsniveau. Der Aufschwung im Euroraum erstreckt sich mittlerweile auf alle Euroländer und Aggregate. So verzeichneten beispielsweise Italien und Portugal das höchste Halbjahreswachstum seit 2007 bzw. 2006.

Verfliegen sind die Unsicherheiten des vergangenen Herbstes, als die Folgen des Brexit, die Ankündigung einer protektionistischen Politik der USA und der erstarkte Front National im Vorfeld der französischen Präsidentschaftswahlen die Erwartungen hinsichtlich der Zukunft des Euroraums und der Entwicklung des Welthandels merklich dämpften.

Zwar ist eine verhaltene Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen bisher kennzeichnend für diesen Aufschwung – in Deutschland und im Euroraum insgesamt. Aber diese Zurückhaltung wurde zumindest in Deutschland durch Investitionen in Forschung und Entwicklung annähernd kompensiert, so dass die Bruttoanlageinvestitionen insgesamt bisher ähnlich stark anstiegen wie in vergangenen Aufschwüngen. Investitionen in Forschung und Entwicklung tragen bisher wenig zur Erhöhung des Kapitalstocks und zu Produktivitätssteigerungen bei. Angesichts der günstigen Aussichten für die Binnenwirtschaft und das weltwirtschaftliche Umfeld werden

die Ausrüstungsinvestitionen aber im Prognosezeitraum an Fahrt gewinnen. Dieser Prognose liegt die Annahme zugrunde, dass die weiterhin erheblichen geopolitischen Risiken nicht zu einer erneuten Eintrübung der wirtschaftlichen Aussichten führen.

### Geldpolitik stützt Euroraum-Aufschwung

Die sich selbstverstärkende positive Entwicklung, die Deutschland in Ansätzen bereits seit mehreren Jahren erfährt, hat nun auch im Euroraum insgesamt Fuß gefasst. Es wäre allerdings ein Irrtum anzunehmen, die EZB könne nun rasch den Expansionsgrad der Geldpolitik drosseln. Die Eigendynamik des Aufschwungs ist noch zu schwach, um nennenswerte Zinserhöhungen zu verkräften und käme im Falle einer weiteren deutlichen Aufwertung des Euro zum Erliegen. Der Euro hat in den vergangenen zwölf Monaten bereits um 6% gegenüber dem US-Dollar und um 3,5% real effektiv gegenüber den Währungen von 36 Handelspartnern aufgewertet, in den vergangenen sechs Monaten sogar um 11½ bzw. 5½%. Dieser Prognose liegt die Annahme zugrunde, dass der Euro nicht über das Niveau von 1,20 US-Dollar hinaus aufwertet, da die Federal Reserve die geldpolitischen Zügel weiter etwas strafft, während die EZB im Wesentlichen nur die neuen Käufe von Wertpapieren einstellt (**Tabelle 1**).

Auch die noch schwache Inflationsentwicklung im Euroraum spricht gegen ein züliges Vorgehen der EZB. Mit einer Vorjahresrate von 1,2% im Juli und August 2017 war die Kernrate ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak mittlerweile zwar doppelt so hoch wie im Frühjahr 2015 als die EZB mit dem Aufkauf von Wertpapieren begann, aber immer noch deutlich unter der Zielinflations-

Tabelle 1

**Rahmendaten der Prognose**

Jahresdurchschnittswerte

	2016	2017	2018
Dreimonats-Euribor (%)	-0,3	-0,3	-0,1
Rendite zehnjähriger Staatsanleihen (Euroraum) (%) <sup>1</sup>	0,8	1,1	1,6
Rendite zehnjähriger Staatsanleihen (USA) (%)	1,8	2,3	2,7
Wechselkurs (USD/EUR)	1,11	1,13	1,19
Realer effektiver Wechselkurs des Euro (gegenüber 38 Ländern) <sup>2</sup>	89,3	90,6	93,3
Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands (gegenüber 56 Ländern) <sup>2</sup>	87,0	87,7	89,6
Tarifindex (Bundesbank, je Stunde) (% gg. Vorjahr)	2,1	2,2	2,4
Ölpreis (Brent, USD)	44	52	55

1 Deutschland, Frankreich, Niederlande, Belgien, Österreich, Finnland, Irland, Portugal, Spanien, Italien und Griechenland; BIP-gewichtet.

2 Sinkende Werte des Indikators bedeuten eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit.

Quellen: Deutsche Bundesbank; Europäische Zentralbank; EIA; Federal Reserve; ab 2017 Prognose des IMK.



Tabelle 2

**Statistische Komponenten des BIP-Wachstums**

in % bzw. Prozentpunkten

	2016	2017	2018
Statistischer Überhang am Ende des Vorjahres <sup>1</sup>	0,6	0,6	1,0
Jahresverlaufsrate <sup>2</sup>	1,9	2,7	1,9
Jahresdurchschnittliche Wachstumsrate, arbeitstäglich bereinigt	1,8	2,3	2,1
Kalendereffekt <sup>3</sup>	0,1	-0,3	0,0
Jahresdurchschnittliche Wachstumsrate	1,9	2,0	2,1

1 Saison- und arbeitstäglich bereinigter Indexstand im vierten Quartal des Vorjahres in Relation zum arbeitstäglich bereinigten Durchschnitt aller Quartale des Vorjahres.

2 Jahresveränderungsrate im vierten Quartal, arbeitstäglich bereinigt.

3 In % des BIP.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen des IMK, ab 2017 Prognose des IMK.



rate von knapp 2%. Zuletzt notierte die Kernrate mit 1,1 % sogar wieder etwas schwächer (September 2017). Für 2018 erwartet die EZB einen Anstieg des Preisniveaus von 1,2% und damit etwas weniger als die vorliegende Prognose (Euroraum: 1,4%, Deutschland: 1,5%); aber auch das IMK rechnet für Ende 2018 noch mit einer deutlich unter dem Ziel liegenden Inflationsentwicklung und die marktbaasierten Inflationserwartungen für den in fünf Jahren beginnenden Fünfjahreszeitraum lagen im September bei nur 1,6%.

Maßgeblich für die geringe Teuerung im Euro-Raum ist die verhaltene Lohnentwicklung, die darauf hindeutet, dass die Unterbeschäftigung noch erheblich ist und damit auch der Wachstumsspielraum. Selbst in Deutschland, wo die Arbeitslosenquote den niedrigsten Stand seit 26 Jahren erreicht hat, gibt es keinen Lohndruck, der die Inflation absehbar über das Inflationsziel steigen ließe. Darauf deutet auch der unterhalb des Inflationsziels liegende Anstieg der Lohnstückkosten hin (2017: 1,7%; 2018: 1,6%).

Da die Lohn- und Preisentwicklung in den vergangenen Jahren in Deutschland stärker war als im übrigen Euroraum, ist eine Korrektur der Leistungsbilanzungleichgewichte innerhalb des Euroraums zu beobachten. So hat sich der Saldo der Handels- und Dienstleistungsbilanz Deutschlands mit dem übrigen Euroraum seit 2007 (3,8% des BIP) trotz steigender deutscher Exporte um 60% auf 1,5% des BIP (2016) verringert. Gleichzeitig ist allerdings der Außenbeitrag Deutschlands gegenüber den Ländern außerhalb des Euroraums angestiegen; von 2,8% (2007) auf 6,5% des BIP (2016). Somit bestehen weiterhin massive Ungleichgewichte und der hohe Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands, der 2017 das dritte Jahr in Folge 8% betragen wird, zeigt an, dass die binnenwirtschaftliche Entwicklung in Deutschland aus globaler Sicht noch zu schwach ist. Verstärkte Investitionen in den Bereichen Bildung, allgemeine Infrastruktur und Klimaschutz würden nicht nur der berechtigten Kritik aus dem Ausland Rechnung tragen, sondern auch positiv auf die Produktivitätsentwicklung und damit den Lebensstandard wirken. Insbesondere im Bereich Bildung können Investitionen zudem gezielt eingesetzt werden, um die Chancengleichheit und damit die soziale Mobilität zu erhöhen (Horn et al. 2017). Da die öffentlichen Haushalte auch im Prognosezeitraum einen nennenswerten Überschuss erzielen werden, ließen sich solche Investitionen aus den laufenden Einnahmen finanzieren. Aber auch eine Kreditaufnahme wäre aktuell historisch günstig, wie die Mitte September platzierte 30-jährige Bundesanleihe veranschaulicht: Die geliehenen 2 Mrd. Euro kosten den deutschen Staat in den kommenden 30 Jahren nur 1,27% im Jahr.<sup>1</sup>

Alles in allem bleibt die Wachstumsdynamik recht hoch. Darauf weist auch der IMK-Konjunkturindikator hin, der in seinem Drei-Monats-Ausblick derzeit eine Rezessionswahrscheinlichkeit von lediglich 7 % anzeigt (► **Abbildung G auf Seite 28**). Insgesamt beträgt der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts im Jahresdurchschnitt 2017 2,0% und 2018 2,1% (**Tabellen 2 und 3**).

1 Der Kupon der Anleihe mit Laufzeit bis 2048 beträgt 1,25%, die durchschnittliche Emissionsrendite 1,27% infolge eines leicht unter dem Nennwert liegenden Emissionskurses.

Tabelle 3

## IST DIESER AUFSCHWUNG ANDERS?

### Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Deutschland

Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %

	2015	2016	2017	2018
<b>Verwendung<sup>1</sup></b>				
Private Konsumausgaben <sup>2</sup>	1,7	2,1	2,0	2,0
Staatskonsum	2,9	3,7	1,8	2,0
Ausrüstungsinvestitionen	3,9	2,2	2,2	5,1
Bauinvestitionen	-1,4	2,7	4,5	4,0
Sonstige Anlageinvestitionen	5,5	5,5	3,8	3,6
Exporte	5,2	2,6	3,2	4,2
Importe	5,6	3,9	3,8	5,5
Bruttoinlandsprodukt	1,7	1,9	2,0	2,1
<b>Preise</b>				
Bruttoinlandsprodukt	2,0	1,3	1,5	1,8
Konsumausgaben <sup>2</sup>	0,6	0,6	1,5	1,3
Importe	-1,5	-2,5	3,3	1,9
Nachrichtlich:				
Verbraucherpreise (VPI)	0,3	0,5	1,7	1,5
<b>Einkommensverteilung</b>				
Arbeitnehmerentgelte	3,9	3,8	4,1	4,0
Gewinne <sup>3</sup>	3,8	2,1	1,5	4,4
Volkseinkommen	3,8	3,2	3,3	4,1
Nachrichtlich:				
Tariflöhne (Stundenbasis)	2,3	2,1	2,2	2,4
Effektivverdienste (Stundenbasis)	2,6	3,2	2,6	2,8
Lohnrft	0,3	1,0	0,4	0,4
Bruttolöhne und -gehälter	4,0	4,0	4,3	4,2
Bruttolöhne und -gehälter je Beschäftigten	2,8	2,5	2,6	2,8
<b>Entstehung</b>				
Erwerbstätige	0,9	1,3	1,5	1,3
Arbeitszeit je Erwerbstätigen	0,1	-0,7	0,0	-0,1
Arbeitsvolumen	1,0	0,6	1,5	1,2
Produktivität (je Stunde)	0,7	1,3	0,5	0,9
Bruttoinlandsprodukt <sup>1</sup>	1,7	1,9	2,0	2,1
Nachrichtlich:				
Erwerbslose <sup>4</sup> , in 1000	1.950	1.774	1.602	1.481
Erwerbslosenquote <sup>5</sup> , in %	4,3	3,9	3,5	3,2
Arbeitslose <sup>6</sup> , in 1000	2.795	2.691	2.543	2.487
Arbeitslosenquote <sup>7</sup> , in %	6,4	6,1	5,7	5,5
Lohnstückkosten (je Stunde)	1,8	1,6	1,7	1,6
Budgetsaldo, in % des BIP <sup>8</sup>	0,6	0,8	0,9	1,1

1 Preisbereinigt.

2 Private Haushalte inklusive privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

3 Unternehmens- und Vermögenseinkommen.

4 In der Abgrenzung der International Labour Organization (ILO).

5 In % der inländischen Erwerbspersonen.

6 In der Abgrenzung der Bundesagentur für Arbeit.

7 In % aller zivilen Erwerbspersonen.

8 Für den Prognosezeitraum wird berücksichtigt, dass die Erlöse aus den UMTS-Versteigerungen des Jahres 2015 über die gesamte Laufzeit bis 2033 verteilt werden.

Quellen: Deutsche Bundesbank; Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit; Berechnungen des IMK, ab 2017 Prognose des IMK.



Die deutsche Wirtschaft befindet sich auch 2017 in einem Aufschwung. Dieser dauert nach Ansicht mancher (Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2017) bereits so lange, dass die Gefahr einer Überhitzung gesehen wird. Aber ist dies wirklich so? Ist dieser Aufschwung von längerer Dauer oder anfälliger für eine Überhitzung als seine Vorgänger?

Ein übliches Merkmal von Aufschwüngen ist, dass sie von einer dynamischen Ausweitung der Investitionen geprägt sind. Wesentlich ist dabei, dass Investitionen den Kapitalstock erweitern bzw. modernisieren und somit das Produktionspotenzial erhöhen. Auf diese Weise erzeugen sie die Voraussetzung für eine spannungsfreie Entfaltung des Aufschwungs, da Unternehmen bei steigender Nachfrage fortlaufend ihre Produktion steigern können, ohne an Kapazitätsgrenzen zu stoßen. Neben steigenden Investitionen sind Aufschwungsphasen auch durch einen Beschäftigungsaufbau und durch eine anziehende Lohnentwicklung gekennzeichnet, ohne dass es zu sich aufschaukelnden Preissteigerungen kommen muss. Letztere wären ein klares Indiz für eine Überhitzung der Konjunktur.

Anhand eines Vergleichs mehrerer Aufschwungsphasen wird im Folgenden untersucht, ob dieses übliche Muster auch für den aktuellen Aufschwung zutrifft oder ob markante Unterschiede zu früheren Aufschwungsphasen bestehen. Die Datierung der Konjunkturzyklen beruht auf einem Algorithmus, der den Ansatz von Bry und Boschan (1971) erweitert, indem er Dauer und Amplitude des Zyklus aufbauend auf dem von Harding und Pagan (2002) eingeführten Dreiecksansatz zusätzlich berücksichtigt. Auf diese Weise werden sowohl Phasen mit einem kurzen, aber heftigen Einbruch der Produktion als auch solche mit einem länger anhaltenden, aber schwächeren Rückgang als Rezession identifiziert.<sup>2</sup> Dieser Datierungsalgorithmus liegt auch dem IMK Konjunkturindikator zugrunde, der frühzeitig konjunkturelle Wendepunkte anzeigt und verwendet als Referenzreihe nicht das Bruttoinlandsprodukt, sondern die Industrieproduktion, die auf Monatsbasis verfügbar ist. Die Zykleneinteilung wird anschließend auf Quartale übertragen.

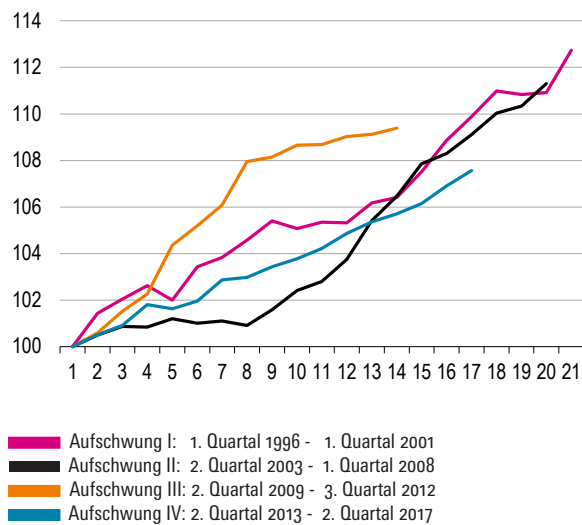
Im Zeitraum seit Mitte der 1990er Jahre wurden so bisher vier Aufschwungsphasen identifiziert (**Abbildung 1**): Aufschwung I reicht vom 1. Quartal 1996 bis zum 1. Quartal 2001, Aufschwung II vom 2. Quartal 2003 bis zum 1. Quartal 2008 und Aufschwung III vom 2. Quartal 2009 bis zum 3. Quartal 2012. Der

2 Das Spektrum möglicher Rezessionen reicht von einem kurzen, aber tiefen Einbruch der Produktion – die Industrieproduktion (IPRO) sinkt innerhalb eines Zeitraums von fünf Monaten um insgesamt mindestens 1 % – bis zu einem länger anhaltenden, aber schwächeren Rückgang – die IPRO sinkt in einem Zeitraum von zehn Monaten um insgesamt mindestens 0,5 %.

Abbildung 1

**Bruttoinlandsprodukt**

Index: Tiefpunkte = 100



Quellen: DESTATIS; Berechnungen des IMK.

**IMK**

aktuelle Aufschwung nahm seinen Anfang im zweiten Quartal 2013 und dauert derzeit noch an.<sup>3</sup>

Diese Einteilung ist prima facie mit Blick auf den jüngsten Aufschwung überraschend. Schließlich erweist sich damit der Eindruck einer besonders langen Aufschwungsphase als falsch. Zwar ist bemerkenswert, dass der aktuelle Aufschwung fast nahtlos an den vorherigen anschließt und nur eine kurze Rezession von gerade einmal zwei Quartalen dazwischen liegt. Allerdings scheint die Datierung zweier Aufschwungsphasen nicht nur aus technischen Gründen geboten. So lassen sich strukturelle Unterschiede in den Auftriebskräften erkennen. Wäre die Unterbrechung zwischen den Aufschwungsphasen nicht gewesen, wäre der gegenwärtige Aufschwung tatsächlich von außergewöhnlich langer Dauer. Vor diesem Hintergrund ließe sich von einem Aufschwung in zwei Stufen sprechen; für die folgende Analyse wird aber aus den genannten Gründen eine getrennte Sichtweise bevorzugt.

Dass es zu keinem ungebrochenen Aufschwung kam, ist Folge einer relativ schwachen und labilen Investitionsdynamik im Bereich Ausrüstungen. Während in den beiden früheren Aufschwüngen diese Investitionen mit rund 40 % bzw. knapp 50 % dynamisch und robust expandiert waren, nahmen sie in den beiden jüngsten Aufschwüngen lediglich um 15 % bzw. 13 % zu (**Abbildung 2a**). Entgegen dem

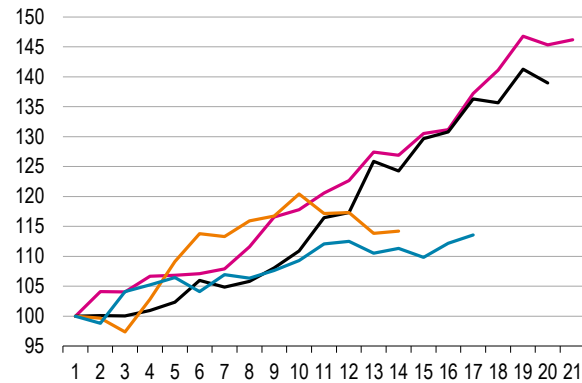
<sup>3</sup> Die Datierung der ersten drei Konjunkturzyklen stimmt mit der Datierung von Economic Cycle Research Institute (ECRI, 2017) überein. Die kurze Rezession Ende 2012 ist dort allerdings nicht aufgeführt. Sie erfüllt aber die Voraussetzung für eine technische Rezession. Diese liegt vor, wenn die saisonbereinigte Rate des BIP in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen negativ ist.

Abbildung 2

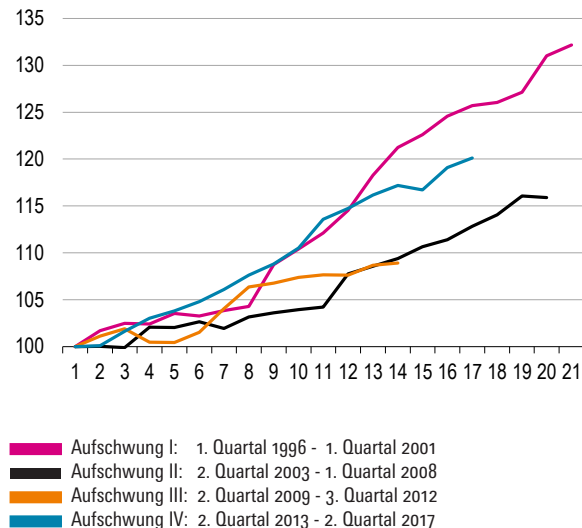
**Investitionen**

Index: Tiefpunkte = 100

## a) Ausrüstungsinvestitionen



## b) Sonstige Anlageinvestitionen



Quellen: DESTATIS; Berechnungen des IMK.

**IMK**

üblichen Muster begannen die Ausrüstungsinvestitionen bereits nach zehn Quartalen wieder zu sinken. Ursächlich hierfür war die dramatische Zuspitzung der Eurokrise, die ihrerseits die Unsicherheit markant verstärkte und damit die Investitionsdynamik zum Erliegen brachte. Im Ergebnis glitt die deutsche Wirtschaft in eine Mini-Rezession. Gleichwohl erholte sie sich rasch, und der aktuelle Aufschwung IV begann.

Aber auch im aktuellen Aufschwung sind die Ausrüstungsinvestitionen bislang bemerkenswert schwach. Ihr Expansionstempo blieb bis zuletzt weit hinter jenem früherer Aufschwüngen zurück. Offenkundig ist die tiefe Verunsicherung durch die internationale Finanzkrise und die Eurokrise immer noch nicht überwunden. Dies hat zur Konsequenz, dass die Produktionskapazitäten allenfalls mäßig erweitert werden. Für sich genommen ruft dies zwar bei ansonsten kräftiger Nachfrage tatsächlich eine

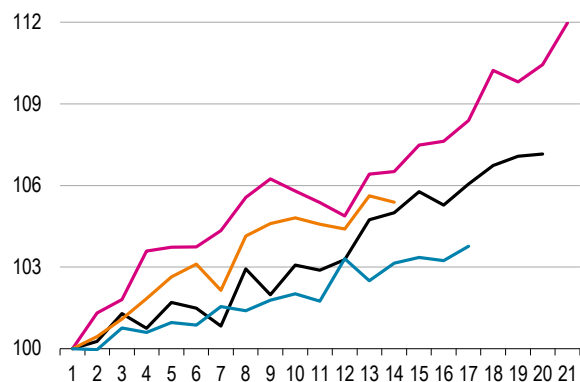


Abbildung 3

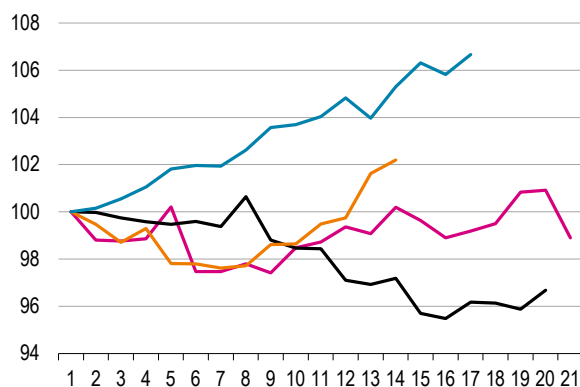
### Produktivität und Lohnstückkosten pro Stunde

Index: Tiefpunkte = 100

#### a) Produktivität pro Stunde



#### b) Lohnstückkosten pro Stunde



■ Aufschwung I: 1. Quartal 1996 - 1. Quartal 2001  
■ Aufschwung II: 2. Quartal 2003 - 1. Quartal 2008  
■ Aufschwung III: 2. Quartal 2009 - 3. Quartal 2012  
■ Aufschwung IV: 2. Quartal 2013 - 2. Quartal 2017

Quellen: DESTATIS; Berechnungen des IMK.

**IMK**

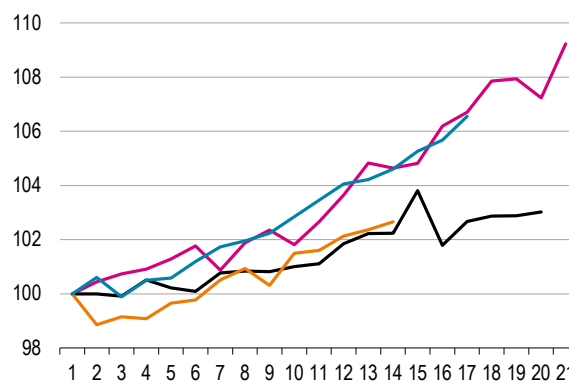
vergleichsweise hohe Gefahr von Überhitzungen hervor. Aber so lange die Nachfrage über ungenutzte Kapazitäten insbesondere in anderen Ländern des Euroraums bedient werden kann, ist die Gefahr übermäßiger Preissteigerungen faktisch immer noch gering.

Vor dem Hintergrund der schwachen Investitionsentwicklung ist es wenig verwunderlich, dass die Produktivität kaum steigt. So ist in den ersten drei Aufschwungsphasen eine merklich stärkere Produktivitätszunahme zu beobachten als im aktuellen Aufschwung (**Abbildung 3a**). Dies hat Konsequenzen für die Lohnstückkosten: Wenngleich ihr Anstieg in diesem Aufschwung angesichts von Aufholeffekten und immer noch bestehenden europäischen Ungleichgewichten als moderat zu bezeichnen ist, so liegt er doch über dem der vorangegangenen drei Aufschwungsphasen (**Abbildung 3b**).

Abbildung 4

### Privater Konsum

Index: Tiefpunkte = 100



■ Aufschwung I: 1. Quartal 1996 - 1. Quartal 2001  
■ Aufschwung II: 2. Quartal 2003 - 1. Quartal 2008  
■ Aufschwung III: 2. Quartal 2009 - 3. Quartal 2012  
■ Aufschwung IV: 2. Quartal 2013 - 2. Quartal 2017

Quellen: DESTATIS; Berechnungen des IMK.

**IMK**

Es ist bemerkenswert, dass trotz der relativ schwachen und labilen Investitionsdynamik bei den Ausrüstungen die gesamten Anlageinvestitionen in diesem Aufschwung nicht markant schwächer ausgeweitet wurden als in früheren. Das liegt zum einen an der dynamischen Baukonjunktur, die spürbar kräftiger ist als im Aufschwung II ab Mitte des vorigen Jahrzehnts. Zum anderen wird insbesondere mehr in sonstige Anlagen investiert, die zu 60 % den Bereich Forschung und Entwicklung und des Weiteren Software und Patente umfassen (**Abbildung 2b auf Seite 5**). Es bleibt abzuwarten, inwieweit sich hierdurch neue Produktionsmöglichkeiten erschließen.

Ein Vergleich mit den anderen Aufschwungsphasen zeigt zudem, dass es sich gemessen an der gesamtwirtschaftlichen Produktion derzeit um keinen übermäßig starken Aufschwung handelt (**Abbildung 1 auf Seite 5**). Vielmehr verläuft er sehr moderat. Das gilt insbesondere im Vergleich zu der Erholungsphase unmittelbar nach der Finanzmarktkrise. Aber auch Ende der 1990er Jahre und selbst während des Aufschwungs II war das Wachstum etwas kräftiger, obwohl dieser in den ersten acht Quartalen durch eine Stagnationsphase gekennzeichnet war. Tempounterschiede zeigen sich auch in weiteren wesentlichen konjunkturellen Größen.

Ein auffälliger Unterschied zeigt sich beim privaten Verbrauch. Zwar ist im aktuellen Aufschwung eine ähnlich starke, wenn auch stetigere Dynamik wie Ende der 1990er Jahre (Aufschwung I) zu beobachten. Aber verglichen mit den anderen Aufschwüngen expandiert der private Verbrauch derzeit deutlich stärker (**Abbildung 4**). Mitte des vorigen Jahrzehnts und nach der Finanzmarktkrise kon-

sumierten die Haushalte im Verlauf des gesamten Aufschwungs lediglich gut 2 % bzw. rund 3 % mehr. Derzeit liegt der Wert bereits rund 6 % über seinem Ausgangsniveau. Der gegenwärtige Aufschwung ist also wesentlich stärker vom inländischen privaten Konsum getragen als seine unmittelbaren Vorgänger. Die Ursache hierfür dürfte primär am Arbeitsmarkt zu suchen sein.

Ein wichtiger Faktor ist dabei die Entwicklung der Löhne. Im aktuellen Aufschwung sind diese im Vergleich zu den vorhergehenden Aufschwungsphasen deutlich stärker gestiegen (**Abbildung 5a**). Im Gegensatz zur jüngsten Entwicklung in den Industrieländern insgesamt, wie vom IWF (IMF 2017) ausgeführt, sind in Deutschland die Löhne je geleisteter Arbeitsstunde kräftiger gestiegen als vor der Finanzkrise. Dies ist insofern nicht überraschend als die Löhne Mitte der 2000er Jahre massiv unter dem Druck der Deregulierung des Arbeitsmarktes und der hohen Arbeitslosigkeit standen. Allerdings erstaunt, dass sie auch etwas stärker gestiegen sind als in der zweiten Hälfte der 1990er Jahre. Dieser Prozess markanterer Lohnzuwächse setzte Ende 2010, also knapp zwei Jahre nach dem Ende der akuten Finanzmarktkrise, ein und wurde durch die Mini-Rezession 2012 nicht unterbrochen. Damit hebt sich Deutschland von anderen Industrieländern wie Frankreich und Spanien ab, in denen die Lohnentwicklung seit der Finanzmarktkrise bei hoher Arbeitslosigkeit deutlich schwächer verlief.

Die jüngsten Anstiege der Löhne in Deutschland sind nach wie vor weit davon entfernt übermäßige Preissteigerungsspiralen in Gang zu setzen. Sie erscheinen lediglich auf der Zeitachse besonders dynamisch, weil in den früheren Aufschwüngen der aus gesamtwirtschaftlicher Sicht sinnvolle Lohnzuwachs im Durchschnitt bei weitem nicht erreicht wurde.

Für die lebhaftere Lohnentwicklung in Deutschland dürfte die Beschäftigungsentwicklung eine maßgebliche Rolle spielen. Hier zeigt sich, dass die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden im laufenden Aufschwung im Vergleich zu den früheren besonders stark ausgedehnt wurde (**Abbildung 5b**). Auch dieser Prozess setzte unmittelbar nach der Finanzmarktkrise ein und wurde lediglich durch die Mini-Rezession kurzzeitig unterbrochen. Eine hohe Zunahme der Arbeitsstunden in Kombination mit höheren Löhnen je Stunde bedeutet, dass die Arbeitseinkommen merklich gestiegen sind. Dies wiederum bildet eine wesentliche Grundlage für die kräftige und anhaltende Konsumdynamik.

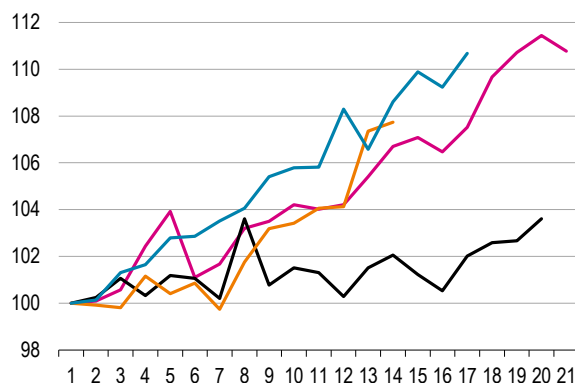
Immer wieder wird auf die hohe Zahl von Erwerbstätigen in Deutschland verwiesen. Dies stimmt im Hinblick auf das erreichte absolute Niveau. Der Anstieg im laufenden Aufschwung war jedoch alles andere als ungewöhnlich. Das gilt auch für den Verlauf der geleisteten durchschnittlichen Arbeitszeit, die in etwa konstant blieb.

Auffällig ist am gegenwärtigen Aufschwung hingegen, dass der Außenhandel eine relativ schwache Dynamik aufweist. Sowohl Export- als auch Import-

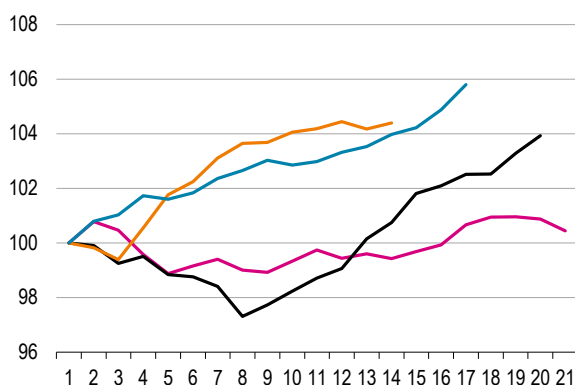
## Arbeitnehmerentgelt und geleistete Stunden

Index: Tiefpunkte = 100

### a) Arbeitnehmerentgelt pro Stunde



### b) Geleistete Stunden der Arbeitnehmer



- Aufschwung I: 1. Quartal 1996 - 1. Quartal 2001
- Aufschwung II: 2. Quartal 2003 - 1. Quartal 2008
- Aufschwung III: 2. Quartal 2009 - 3. Quartal 2012
- Aufschwung IV: 2. Quartal 2013 - 2. Quartal 2017

Quellen: DESTATIS; Berechnungen des IMK.



entwicklung sind deutlich schwächer als in vergangenen Aufschwüngen. Die schwelende Krise des Euroraums und die weltwirtschaftlichen Unsicherheiten, die den Welthandel spürbar belastet haben, haben hier eine entscheidende Rolle gespielt (**Abbildung 6**).

Alles in allem fällt dieser Aufschwung durch seine starke binnenwirtschaftliche Prägung insbesondere durch den privaten Konsum auf. Löhne und Beschäftigung expandieren gleichermaßen. Dabei kommt eine weitere Besonderheit dieses Aufschwungs zum Tragen: die niedrige Inflationsrate (**Abbildung 7a**). Sie bewirkt, dass sich die nominalen Lohnzuwächse im Aufschwung in relativ kräftigen Reallohnzuwächsen niederschlagen (**Abbildung 7b**). Das trägt wiederum dazu bei, die Kaufkraft und damit den Konsum merklich zu steigern. Diese günstige Konstellation ist jedoch zeitlich begrenzt, da sich der Konsumdeflator vor allem wegen der expansiven Geldpolitik der EZB – wie erwünscht – im Verlauf des Aufschwungs mit

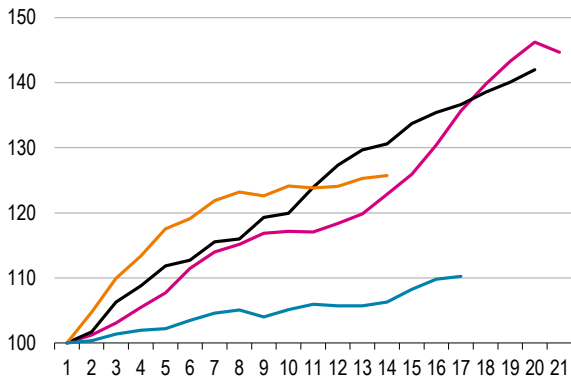
Abbildung 6

Abbildung 7

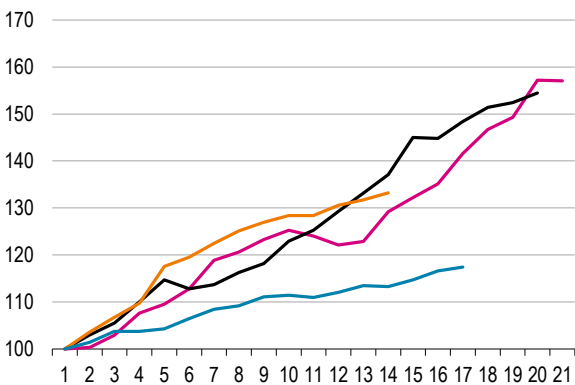
**Welthandel, Exporte und Importe**

Index: Tiefpunkte = 100

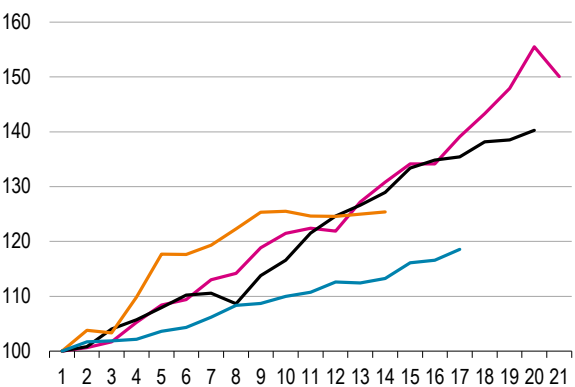
a) Welthandel



b) Exporte



c) Importe

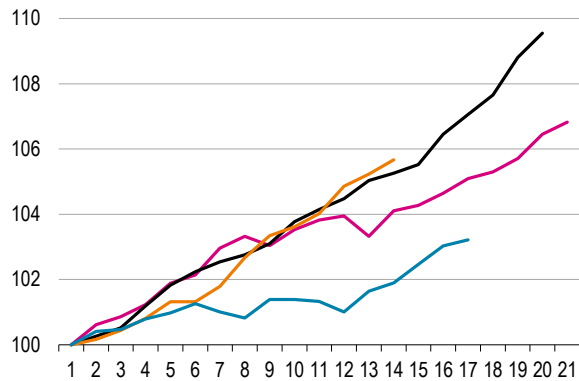


■ Aufschwung I: 1. Quartal 1996 - 1. Quartal 2001  
■ Aufschwung II: 2. Quartal 2003 - 1. Quartal 2008  
■ Aufschwung III: 2. Quartal 2009 - 3. Quartal 2012  
■ Aufschwung IV: 2. Quartal 2013 - 2. Quartal 2017

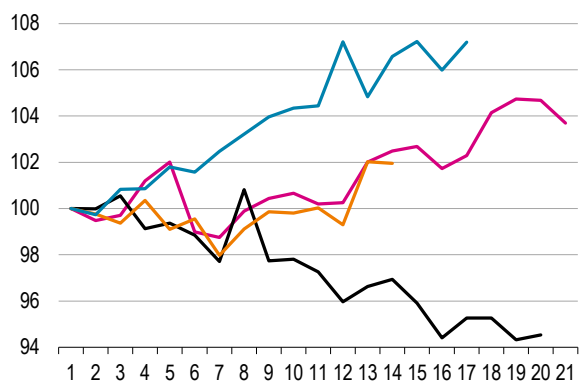
**Verbraucherpreise, Arbeitsentgelt, Konsumdeflator**

Index: Tiefpunkte = 100

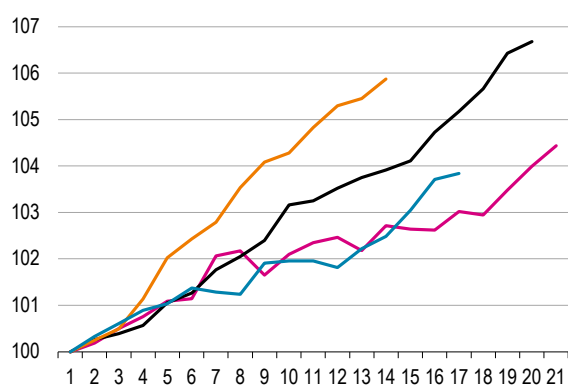
a) Verbraucherpreise



b) Arbeitsentgelt (real)<sup>1</sup> pro Stunde



c) Deflator: Private Konsumausgaben



■ Aufschwung I: 1. Quartal 1996 - 1. Quartal 2001  
■ Aufschwung II: 2. Quartal 2003 - 1. Quartal 2008  
■ Aufschwung III: 2. Quartal 2009 - 3. Quartal 2012  
■ Aufschwung IV: 2. Quartal 2013 - 2. Quartal 2017

<sup>1</sup> Deflationiert auf Basis der Verbraucherpreise.

Quellen: DESTATIS; Berechnungen des IMK.



Quellen: DESTATIS; Berechnungen des IMK.





einer durchaus üblichen Geschwindigkeit nach oben bewegt hat (**Abbildung 7c**). In den kommenden Jahren dürfte sich die Inflationsrate wieder auf ein übliches Niveau hin bewegen. Dann müssten die Lohnsteigerungen höher sein, um den gleichen realen Effekt zu erzielen. Davon ist im Prognosezeitraum nicht auszugehen.

In der geschilderten Aufschwungstendenz steckt eine wichtige allgemeine Erkenntnis. Die noch vor einem Jahrzehnt wirtschaftspolitisch übliche Strategie, durch eine zurückhaltende Lohndynamik Beschäftigungszuwächse allein durch Exporterfolge zu erzielen, ist keinesfalls überlegen. Im Gegenteil, die Beschäftigten haben vom laufenden binnenwirtschaftlich getragenen Aufschwung stärker profitiert. Für Überhitzungserscheinungen gibt es bei der immer noch niedrigen Inflationsrate derzeit noch keine Anzeichen, und es sind auch im Prognosezeitraum keine zu erwarten.

Eine bedenkliche Tendenz allerdings ist bei den Ausrüstungsinvestitionen zu konstatieren. Die im Vergleich der Aufschwungsphasen sehr geringe Dynamik gefährdet mittelfristig eine Fortsetzung des Aufschwungs, da die Schwäche der Ausrüstungsinvestitionen den Produktivitätszuwachs einschränkt und dadurch die Zunahme des Wohlstands durch höhere Realeinkommen in diesem Aufschwung behindert.

## WELTWIRTSCHAFTLICHES WACHSTUM BESCHLEUNIGT SICH

Die internationale Konjunktur zeigt sich zur Jahresmitte 2017 in guter Verfassung. Das Wachstum der Weltwirtschaft beschleunigt sich im laufenden Jahr auf mehr als 3 ½ % und 2018 setzt sich der Aufschwung mit gleichem Expansionstempo fort (**Tabelle 4**). Vor diesem Hintergrund erholt sich auch der Welthandel. Im Euroraum, in Kanada und in Japan beschleunigt sich das Wirtschaftswachstum deutlich. Nach vergleichsweise schwachem Wachstum im Jahr 2016 gewinnt auch die US-Konjunktur wieder an Fahrt. Unter den entwickelten Volkswirtschaften ist nur im Vereinigten Königreich mit einer Wachstumsverlangsamung zu rechnen. Das Expansionstempo der Schwellenländer, insbesondere Chinas und Indiens, bleibt robust; Brasilien und Russland haben mehrjährige Rezessionen überwunden und befinden sich auf einem moderaten Wachstumspfad.

### Konjunktur in den USA zieht wieder an

Die Ausweitung der Produktion in den USA gewann im zweiten Quartal 2017 an Dynamik. Wie schon in den Vorquartalen war der private Verbrauch wichtigster Wachstumstreiber. Aber auch die realen Exporte konnten in Folge der jüngsten Abwertung

des US-Dollar spürbar zulegen. Aktuell leistet der Außenhandel einen positiven Beitrag zum BIP-Wachstum (**► Abbildung A auf Seite 22**).

Das verhaltene Wirtschaftswachstum im vergangenen Jahr lässt sich neben dem Lagerabbau auf eine schwache Investitionsdynamik zurückführen. Seit Beginn dieses Jahres wird der Aufschwung wieder in etwas stärkerem Maße von den Ausrüstungsinvestitionen getragen. Dieser Trend dürfte angesichts der steigenden Kapazitätsauslastung über den gesamten Prognosezeitraum anhalten. Gleichwohl wird die Wachstumsdynamik der Investitionen geringer ausfallen als bei vergangenen Aufschwungsphasen. In diese Richtung weisen aktuelle Daten zum Kreditwachstum der Unternehmen, das verglichen mit früheren Zyklen schwächer verläuft.

Die ökonomischen Folgen der Hurrikans Harvey und Irma lassen sich nur schwer abschätzen. Zwar sind angesichts der wirtschaftlichen Bedeutung des Großraums Houston, insbesondere als Raffinerie-

Tabelle 4

### Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts und der Konsumentenpreise wichtiger globaler Handelspartner

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

	Exportanteil <sup>1</sup>	Bruttoinlandsprodukt			Konsumentenpreise <sup>2</sup>		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
<b>Europa</b>							
EU28	58,6	1,9	2,5	2,1	0,3	1,8	1,6
Euroraum19	36,7	1,7	2,4	2,1	0,2	1,5	1,4
UK	7,1	1,8	1,6	1,3	0,7	2,7	2,7
Schweiz	4,2	1,3	1,7	2,3	-0,4	0,8	1,4
Russland	1,8	-0,2	1,2	1,4	7,0	4,5	4,6
Türkei	1,8	3,0	3,5	3,4	7,8	11,1	8,1
<b>Asien</b>							
China	6,3	6,7	6,8	6,3	2,0	2,0	2,3
Japan	1,5	1,0	1,7	1,0	-0,4	0,4	0,7
Südkorea	1,4	2,9	3,0	3,4	1,0	2,0	2,1
Indien	0,8	7,9	6,6	8,0	5,0	2,9	4,9
<b>Amerika</b>							
USA	8,9	1,5	2,1	2,5	1,1	1,7	2,1
Kanada	0,8	1,5	2,7	1,9	1,0	1,6	1,6
Mexiko	0,9	2,0	2,6	2,5	2,8	5,2	2,1
Brasilien	0,7	-3,6	0,9	0,9	8,7	4,7	5,4
<b>Ozeanien/Afrika</b>							
Australien	0,7	2,5	2,3	2,9	1,1	1,5	2,0
Südafrika	0,7	0,5	0,7	1,9	6,0	5,7	4,8
Summe	89,2						
		Welthandel			Welt BIP <sup>3</sup>		
		2,4	4,0	4,0	3,1	3,7	3,7

1 Anteil an den gesamten deutschen Warenexporten 2016 in %.

2 Harmonisierter Verbraucherpreisindex für EU und Mitgliedsländer, ansonsten Konsumdeflator.

3 Wachstum bezieht sich auf USD Größe. Umrechnung mit Kaufkraftparitäten (2011).

Quellen: Macrobond; NiGEM; Berechnungen des IMK, ab 2017 Prognose des IMK, erstellt unter Verwendung von NiGEM.

standort, Produktionseinbußen im dritten Quartal zu erwarten. Diesen sollten aber Aufholeffekte in ähnlicher Größenordnung im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums gegenüberstehen.

Die günstige Beschäftigungslage wird sich im Prognosezeitraum positiv auf das Tempo des Wirtschaftswachstums auswirken. Die Zunahme der Beschäftigten außerhalb der Landwirtschaft beschleunigte sich im Juli und im August auf jeweils über 200 000 und die Arbeitslosenquote lag bei niedrigen 4,4%. Das nominale Stundenlohnwachstum betrug im August 2017 den fünften Monat in Folge 2,5%. Eine vergleichbar moderate Lohndynamik wird auch im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums den Preisauftrieb dämpfen.

Der Anstieg der Verbraucherpreise lag im August bei 1,7%; der von der Fed bevorzugte Deflator des privaten Verbrauchs nahm gegenüber dem Vorjahr nur um 1,4% zu. Deutliche Rückgänge bei Mobilfunk- und Übernachtungspreisen wertete der Offenmarktausschuss der US-amerikanischen Notenbank allerdings als vorübergehend, sodass mit einer Fortsetzung des Pfades gradueller Zinsanstiege zu rechnen ist. Zudem beginnt die Fed mit der Verkürzung ihrer Bilanz. Da der Ausstieg aus der noch expansiven Geldpolitik sehr langsam und bedacht vollzogen wird, wird sie die Wirtschaftsaktivität im Prognosezeitraum kaum dämpfen. Die von der Regierung geplanten Steuererleichterungen, insbesondere die deutliche Absenkung der Körperschaftssteuer von 35% auf 15%, erscheinen in der beabsichtigten Höhe angesichts der damit verbundenen Einnahmeausfälle nicht realisierbar (Gale et al. 2017). Alles in allem wird die US-Wirtschaft in diesem Jahr um 2,1% und im nächsten Jahr um 2,5% zulegen (► **Abbildung A auf Seite 22**).

### Dynamisches Wachstum in Japan

Die japanische Wirtschaft ist im zweiten Quartal 2017 überraschend stark um 1% gewachsen. Vor allem der private Verbrauch, aber auch die Unternehmensinvestitionen tragen seit einigen Quartalen positiv dazu bei. Zudem leisteten die öffentlichen Investitionen einen merklich positiven Wachstumsbeitrag. Aufgrund der jüngsten Aufwertung des Yen ging dagegen vom Außenhandel ein negativer Impuls aus.

Die positive binnenwirtschaftliche Entwicklung kann nur teilweise auf den Prognosezeitraum übertragen werden, da die aktuelle konjunkturelle Grunddynamik aufgrund von Sondereffekten überzeichnet ist. Zwar dürfte der seit 2013 währende Beschäftigungsaufbau – wenngleich er fast zur Hälfte aus Teilzeitbeschäftigung besteht – die Haushaltseinkommen und somit den privaten Verbrauch weiterhin stärken. Aber der aktuelle fiskalische Impuls wird sich angesichts der Größenordnung der Neumaßnahmen des letzten Fiskalpakets kaum bis ins nächste Jahr fortsetzen.

Der Preisauftrieb in Japan bleibt äußerst gering. Die Kerninflationsrate ohne Lebensmittel und Energie lag im Juli 2017 nahe Null. Trotz der weiterhin äußerst expansiv ausgerichteten japanischen Geldpolitik verharren auch die fünfjährigen Inflationserwartungen der Tankan Umfrage einen knappen Prozentpunkt unterhalb des Inflationsziels der Bank of Japan (2%). Ohne Maßnahmen zur Überwindung des stark segmentierten Arbeitsmarktes werden spürbare Nominallohnsteigerungen trotz einer niedrigen Arbeitslosenquote von weniger als 3% auch im Prognosezeitraum ausbleiben. Demzufolge wird die japanische Wirtschaft 2017 zwar um 1,7%, 2018 aber nur noch um 1,0% expandieren (**Tabelle 4**).

### Robuste Konjunktur in den Schwellenländern

Die Zuwachsraten des chinesischen BIP blieben in der ersten Jahreshälfte 2017 stabil (► **Abbildung B auf Seite 23**). Hierzu haben insbesondere öffentliche Investitionen in Infrastrukturprojekte beigetragen. Im Verlauf des Prognosezeitraums wird Chinas Abbau von Überkapazitäten im Verarbeitenden Gewerbe und der Wandel zu mehr binnenwirtschaftlichem Wachstum im Dienstleistungssektor mit einer nur geringen Wachstumsverlangsamung einhergehen (**Tabelle 4**).

Der Anstieg der Verbraucherpreise ohne Lebensmittel liegt seit Juni 2017 unter 1% und damit deutlich unterhalb des dreiprozentigen Inflationsziels der People's Bank of China. Hauptziel der Geldpolitik ist derzeit aber die Wahrung der Finanzmarktstabilität. Die Maßnahmen zur Dämpfung der Immobilienpreisentwicklung in den größten Städten zeigen erste Resultate, auch wenn es Ausweichreaktionen in die Provinzen gibt. Auch haben verschärfte Konditionen auf dem Interbankenmarkt geholfen, den rasanten Anstieg der Verschuldung im Unternehmenssektor seit Jahresmitte 2016 zum Stillstand zu bringen (► **Abbildung E auf Seite 26**).

In Indien ist das Wirtschaftswachstum für das Jahr 2016 deutlich aufwärts revidiert worden. Die fundamentalen Wachstumskräfte bleiben auch im Prognosezeitraum intakt. Allerdings fällt das BIP-Wachstum aufgrund von Problemen bei der Bargeldreform zu Jahresbeginn 2017 im Durchschnitt dieses Jahres um etwa 1,5 Prozentpunkte niedriger aus (6,6%).

In der Türkei konnte in der ersten Jahreshälfte 2017 aufgrund vermehrter Staatsausgaben und günstiger Exportbedingungen trotz merklicher Einbußen beim Tourismus ein überraschend starkes BIP-Wachstum realisiert werden, dessen Dynamik sich im Prognosezeitraum kaum abschwächen wird (**Tabelle 4**).

## Konjunkturabschwächung im Vereinigten Königreich

Das britische BIP legte im zweiten Quartal 2017 um 0,3% zu. Damit setzte sich die bereits im Vorquartal zu beobachtende Verlangsamung des Wirtschaftswachstums fort. Hauptursache hierfür sind Kaufkraftverluste der Haushalte, nachdem die Abwertung des Pfunds in Folge des Brexit-Votums die Verbraucherpreise spürbar steigen ließ. So trug der private Verbrauch zuletzt nur 0,1 Prozentpunkte zum BIP-Wachstum bei. Für den übrigen Teil des Wachstums waren Staatskonsum und öffentliche Investitionen verantwortlich. Der Außenhandel konnte trotz günstigem Wechselkurs und anziehendem Weltmarkt keinen nennenswerten Wachstumsbeitrag liefern. Die Exporte und die Importe expandierten jeweils um 0,7% gegenüber dem Vorquartal. Die private Investitionstätigkeit stagnierte.

Die Kerninflation beschleunigte sich im August auf 2,7%, nachdem sie in den Vormonaten bei 2,5% gelegen hatte. Sie übersteigt damit seit fünf Monaten das Inflationsziel der Bank of England in Höhe von 2%. Der Anstieg der Nominallöhne lag demgegenüber im zweiten Quartal nur bei 2,1%. Die aus diesem Gefälle resultierenden Reallohnverluste der privaten Haushalte werden den privaten Verbrauch noch über den gesamten Prognosezeitraum dämpfen, zumal sich die Sparquote mit 1,7% der verfügbaren Haushaltseinkommen schon im ersten Quartal 2017 auf einem Rekordtief befand (Kara et al. 2017). Bei rückläufiger Kapazitätsauslastung und niedriger Produktivität dürfte sich auch die Investitionstätigkeit kaum erholen.

Der erste Parlamentsentscheid zum britischen EU-Austrittsgesetz vom 12. September 2017 lässt sich in Richtung eines reibungslosen britischen EU-Austritts deuten. Für das Vereinigte Königreich dürfte der Austritt trotzdem wirtschaftliche Folgen haben, da mittelfristig ein Teil der einkommensstarken Belegschaft aus der Finanzindustrie in andere EU-Länder abwandern wird, was mit Nachfrageeinbußen und Steuerausfällen einhergeht. So haben inzwischen vier der fünf japanischen Großbanken eine Teilverlagerung ihrer Geschäftstätigkeit auf den europäischen Kontinent beschlossen. Alles in allem wird sich die Zunahme der britischen Wirtschaftsleistung in diesem Jahr auf 1,6% und im nächsten Jahr auf 1,3% verlangsamen (► **Abbildung C auf Seite 24**).

## ERHOLUNG IM EURORAUM GEWINNT AN FAHRT

Im Euroraum hat die wirtschaftliche Erholung im ersten Halbjahr 2017 deutlich an Breite und Schwung gewonnen. Das reale BIP erhöhte sich im zweiten Quartal saisonbereinigt um 0,6% gegenüber dem Vorquartal (**Tabelle 5**). Insgesamt ergibt sich für die erste Jahreshälfte 2017 ein Anstieg des BIP um 2,1% gegenüber dem Vorjahreshalbjahr. Das Wirtschaftswachstum im Euroraum wird derzeit weiterhin hauptsächlich von der Binnennachfrage getragen. Aber auch der Außenhandel trug aufgrund des gestiegenen Welthandels und trotz der Aufwertung des Euros im ersten Halbjahr positiv zur konjunkturellen Erholung bei.

Der Arbeitsmarkt im Euroraum erholt sich weiterhin und inzwischen in allen Ländern, wenngleich sich die Euroländer hinsichtlich der Höhe der Arbeitslosenquote stark unterscheiden. Im Euroraum insgesamt lag die Arbeitslosenquote im Juli 2017 saisonbereinigt bei 9,1%; sie war damit so niedrig wie zuletzt im Februar 2009 (► **Abbildung D auf Seite 25**). In fast allen Mitgliedsländern verringerte sich die Arbeitslosigkeit im ersten Halbjahr 2017 im Vergleich zum Vorjahr, insbesondere in den Krisenländern Griechenland, Irland, Portugal und Spanien. Sogar Italien verzeichnete wieder einen leichten Rückgang der Arbeitslosenquote. Gleichwohl liegt die Arbeitslosenquote in Griechenland (21,2%), Spanien (17,1%) und Italien (11,3%) derzeit immer noch deutlich über dem Durchschnitt des Euroraums.

Für den Prognosezeitraum bleiben die Aussichten günstig. So zeichnen die Stimmungsindikatoren ein sehr optimistisches Bild der konjunkturellen Lage. Zwar wachsen die privaten Investitionen im gesamten Euroraum für sich genommen nicht sonderlich schwach, aber verglichen mit dem immer noch sehr niedrigen Niveau der Investitionstätigkeit und dem sich festigenden Konjunkturaufschwung im Euroraum würde man deutlich höhere Wachstumsraten bei den Investitionen erwarten. Des Weiteren steigen im aktuellen Aufschwung die Verbraucherpreise im Euroraum gemessen am Inflationsziel der EZB zu langsam. Für den weiteren wirtschaftlichen Erholungsprozess im Euroraum ist es daher noch unabdingbar, dass die EZB ihre unterstützende geldpolitische Ausrichtung beibehält.

Die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum ist neben Deutschland vor allem durch die großen Volkswirtschaften Frankreich, Italien und Spanien geprägt. Das französische BIP ist im zweiten Quartal 2017 zum dritten Mal infolge um 0,5% gewachsen. Positive Wachstumsimpulse gingen dabei neben dem privaten Konsum hauptsächlich von den Exporten aus. Ausrüstungsinvestitionen und Staatsausgaben trugen dagegen nur geringfügig zum Wachstum bei. Die Arbeitslosenquote in Frankreich liegt seit nunmehr vier Quartalen wieder unter 10%, dennoch verharrt sie auf hohem Niveau. Bei nur wenig veränderter, leicht restriktiver Fiskalpolitik bleibt

das Wachstumstempo im Prognosezeitraum weitgehend konstant bei 1,6% pro Jahr (Tabelle 5).

Es bleibt derzeit abzuwarten, welche Reformen die Regierung Macron beschließen wird, und wie sich diese dann auf die wirtschaftliche Entwicklung auswirken werden. Bislang hat die Regierung nur konkrete Pläne zur Änderung des Arbeitsrechts beschlossen. Als nächstes plant sie das System der Arbeitslosenversicherung zu ändern. Auch für den Euroraum sieht die Regierung Macron Reformbedarf: So möchte sie den Euroraum institutionell stärken, um ihn weniger anfällig gegenüber makroökonomischen Schocks zu machen. Dass sich die französische Regierung mit diesen Plänen bei ihren europäischen Partnern, insbesondere bei der nächsten Bundesregierung, durchsetzen wird, ist durch die Ergebnisse der deutschen Bundestagswahl ungewisser geworden.

Die italienische Wirtschaft erholt sich nach und nach. Nach einer langjährigen Rezessionsphase befindet sie sich seit 2015 auf einem zunehmend robuster werdenden Erholungskurs. Die konjunkturelle Dynamik ist insgesamt betrachtet trotzdem weiterhin zu schwach, um die Wirtschaftsleistung in absehbarer Zeit auf das Vorkrisenniveau zurückzubringen. Der Abstand zum Vorkrisenniveau aus dem ersten Quartal 2008 beträgt derzeit immer noch 6% des BIP.

Im zweiten Quartal 2017 stieg das italienische BIP zum dritten Mal in Folge um 0,4%. Getragen wurde das Wachstum in den letzten Quartalen vom privaten Konsum, den Exporten sowie den Investitionen. Die Beschäftigung stieg im Juli 2017 erstmals seit 2008 auf über 23 Millionen Personen, trotzdem liegt die Arbeitslosenquote in Italien mit 11,3% immer noch deutlich über dem Durchschnitt des Euroraums. Beim Abbau der für den italienischen Bankensektor besonders kritischen notleidenden Kredite ist Italien ein gutes Stück vorangekommen. Verglichen mit ihrem Höchststand im April waren die notleidenden Kredite im Juli um fast 15% niedriger. Der Rückgang ist sowohl auf die sich verbessernde konjunkturelle Lage als auch auf den direkten Verkauf notleidender Kredite an staatliche und private Abwicklungsgesellschaften zurückzuführen. In der vorliegenden Prognose wird für Italien mit einem gesamtwirtschaftlichen Wachstum von 1,5% in diesem Jahr und von 1,3% im nächsten Jahr gerechnet.

Von besonderer Bedeutung für die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung Italiens wird der Ausgang der nächsten Parlamentswahl in der ersten Jahreshälfte 2018 sein. Ein starkes Abschneiden der euroskeptischen Fünf-Sterne-Partei und der Lega Nord könnte den Erholungsprozess erheblich gefährden. Darüber hinaus könnten mit dem nahenden Ausstieg der EZB aus dem Anleihekaufprogramm die Zinsen für italienische Staatsanleihen wieder stärker ansteigen, was die Refinanzierung der hohen Staatsschuld Italiens erschweren würde.

Die spanische Wirtschaft setzt ihren robusten Wachstumskurs fort. Im zweiten Quartal 2017 nahm das spanische BIP um 0,9% gegenüber dem Vor-

### Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts und der Konsumentenpreise wichtiger europäischer Handelspartner

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

	Bruttoinlandsprodukt <sup>1</sup>			Konsumentenpreise <sup>2</sup>		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Deutschland	1,9	2,0	2,1	0,5	1,7	1,6
Frankreich	1,1	1,6	1,6	0,3	1,2	1,2
Italien	1,0	1,5	1,3	0,0	1,6	1,6
Spanien	3,2	3,1	2,8	-0,4	2,0	1,4
Niederlande	2,1	3,3	2,0	0,1	1,1	1,2
Belgien	1,2	2,0	2,3	1,7	2,4	1,8
Österreich	1,6	2,5	2,0	1,0	2,1	1,6
Irland	5,1	4,8	3,5	-0,2	0,3	1,4
Finnland	1,9	2,7	1,7	0,4	1,1	1,7
Portugal	1,4	2,5	2,2	0,6	1,7	1,7
Griechenland	0,0	1,3	3,0	0,0	1,4	1,7
Euroraum	1,7	2,4	2,1	0,2	1,5	1,4
Dänemark	1,7	2,2	2,0	0,0	1,0	1,3
Polen	2,7	3,6	2,5	-0,2	1,8	1,8
Rumänien	4,8	4,8	3,5	-1,0	1,4	3,2
Schweden	3,0	3,5	2,8	1,1	1,8	1,9
Tschechien	2,5	4,2	2,2	0,7	2,3	1,5
Ungarn	1,9	3,9	2,7	0,4	2,2	1,4
EU	1,9	2,5	2,1	0,3	1,8	1,6
	Arbeitslosenquote			Leistungsbilanzsaldo <sup>3</sup>		
Euroraum	10,0	9,3	8,6	3,5	2,3	1,9
EU	8,6	7,9	7,6			

1 Saison-, aber nicht kalenderbereinigt außer Deutschland.

2 Harmonisierter Verbraucherpreisindex.

3 In % des BIP.

Quellen: Macrobond; NiGEM; Berechnungen des IMK, ab 2017 Prognose des IMK, erstellt unter Verwendung von NiGEM.



quartal zu. Die wirtschaftliche Erholung wurde weiterhin maßgeblich vom privaten Konsum getragen, der sich aufgrund steigender real verfügbarer Einkommen und eines anhaltenden Beschäftigungsaufbaus kräftig entwickelte. Auch von den Bauinvestitionen kam wieder ein positiver Wachstumsbeitrag. Die Wachstumsimpulse aus dem Export waren dagegen zuletzt moderater, nachdem sie in den beiden Vorquartalen noch sehr kräftig zum Wachstum beigetragen hatten.

Im Zuge der anhaltenden kräftigen Erholung der spanischen Volkswirtschaft ist die Arbeitslosigkeit deutlich gesunken. Im Juli 2017 betrug die Arbeitslosenquote 17,1%; sie lag damit um rund 9 Prozentpunkte unter dem Krisenhöchststand im Frühjahr 2013. Dennoch zählt Spanien im europäischen Vergleich immer noch zu den Ländern mit der höchsten Arbeitslosigkeit. Die im Prognosezeitraum leicht restriktiv ausgerichtete Fiskalpolitik wird das Wachstum der spanischen Wirtschaft etwas dämpfen. Mögliche negative Effekte der zunehmenden politischen Spannungen aufgrund der



Abspaltungstendenzen Kataloniens sind in unserer Prognose nicht berücksichtigt. Unsere Prognose unterstellt dementsprechend den Fortbestand des Status Quo. Alles in allem wird das spanische BIP in diesem Jahr um 3,1% und im nächsten Jahr um 2,8% zunehmen.

Auch unter den kleineren Volkswirtschaften zeichnete sich in der ersten Jahreshälfte 2017 eine weiterhin leicht konvergierende Entwicklung ab. So wächst Griechenland zum zweiten Mal in Folge mit der Durchschnittsrate des Euroraums. Auch die Niederlande und Österreich weisen robuste Quartalswachstumsraten auf. Portugal, Belgien und Finnland wachsen leicht unterdurchschnittlich. Demgegenüber befindet sich die irische Wirtschaft auf einem kräftigen Wachstumskurs und hebt sich in ihrer konjunkturellen Dynamik deutlich von den übrigen Mitgliedsländern des Euroraums ab.

Für den Prognosezeitraum ist für den Euroraum als Ganzen mit einer andauernden konjunkturellen Aufwärtsbewegung zu rechnen. So lassen die optimistischen Stimmungsindikatoren bei anhaltend günstigen Finanzierungsbedingungen eine leichte Ausweitung der Investitionstätigkeit im Prognosezeitraum erwarten. Der stetige Anstieg der Beschäftigung und die damit einhergehenden steigenden verfügbaren Einkommen begünstigen die privaten Konsumausgaben, die auch weiterhin das Wachstum maßgeblich stützen werden.

Von den Exporten des Euroraums in Drittländer dürften im Prognosezeitraum nur geringfügig positive Wachstumsimpulse ausgehen. Einerseits werden die Ausfuhren zwar von der Beschleunigung des globalen Wachstums profitieren, was sich auch an der Zunahme des Welthandels zeigt; andererseits verteuert die Aufwertung des Euro seit Jahresbeginn die Exporte inzwischen erheblich.

Die Finanzpolitik dürfte im Prognosezeitraum weitgehend neutral ausgerichtet bleiben. In Belgien, Frankreich, Spanien sowie vor allem in Griechenland werden weiterhin negative fiskalische Impulse spürbar sein. Sowohl Frankreich, Spanien als auch Griechenland befinden sich weiterhin in einem Defizitverfahren der Europäischen Kommission. In den übrigen Ländern des Euroraums bleibt die Finanzpolitik dagegen weiterhin leicht expansiv ausgerichtet.

Der Beschäftigungsaufbau im Euroraum insgesamt dürfte sich aufgrund der anziehenden Binnen- nachfrage weiter fortsetzen; die Arbeitslosenquote wird im Verlauf des Prognosezeitraums von derzeit 9,1% auf 8,6% sinken. Insgesamt dürfte das BIP im Euroraum in diesem Jahr um 2,4% und im nächsten Jahr um 2,1% zunehmen. Trotz der inzwischen recht beachtlichen konjunkturellen Erholung im Euroraum und einer deutlich verbesserten Lage auf dem Arbeitsmarkt im Vergleich zu den schweren Krisenjahren, werden die Verbraucherpreise, hauptsächlich aufgrund niedriger Nominallohnzuwächse, in diesem Jahr lediglich um 1,5% und im kommenden Jahr auch unter dem Eindruck steigender Preise

für nichtenergetische Rohstoffe um 1,4% zunehmen (Tabelle 5).

## DEUTSCHE KONJUNKTUR

### Exporte expandieren verhalten, Importe etwas kräftiger

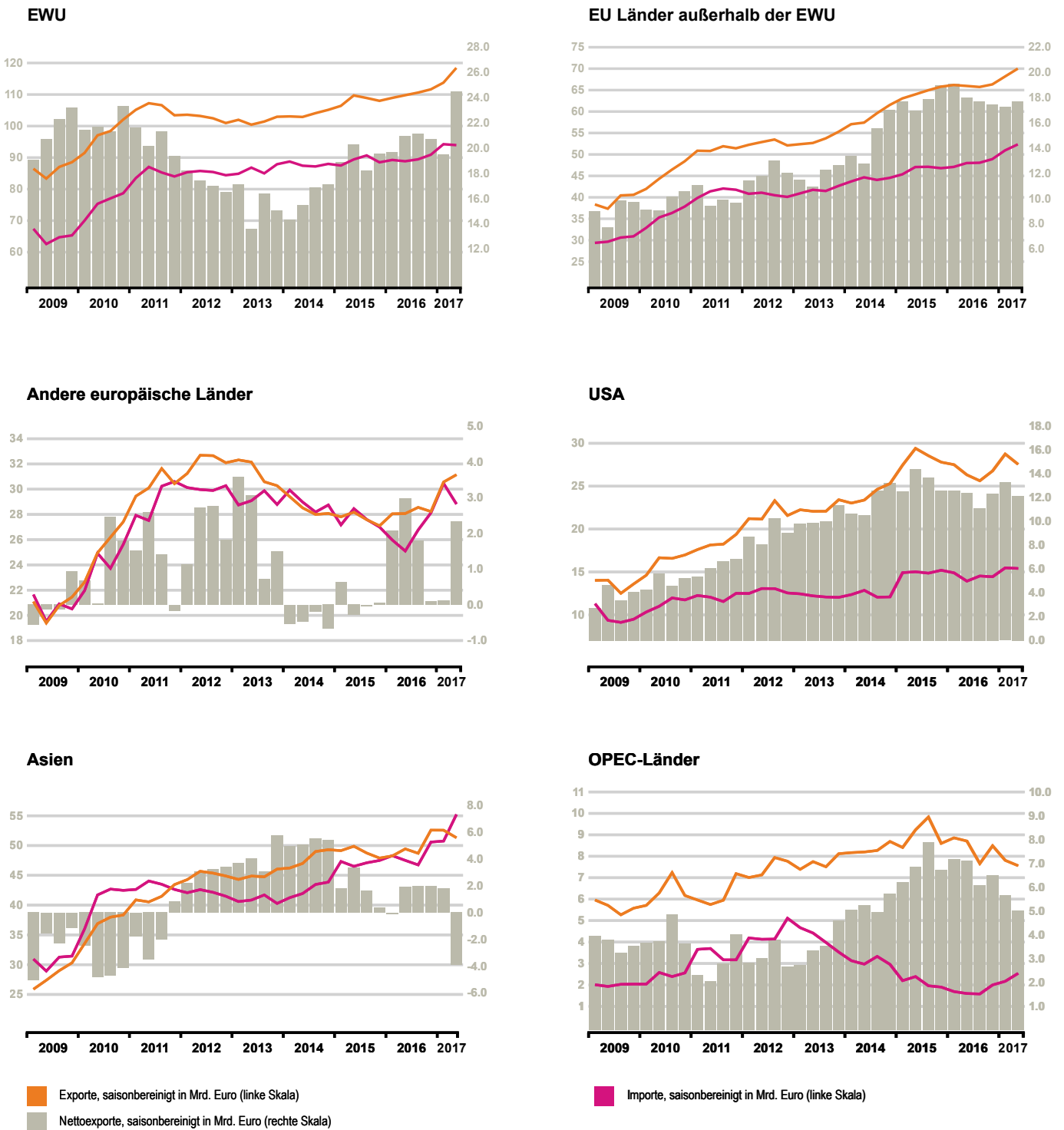
In der ersten Jahreshälfte haben die Exporte von Waren und Dienstleistungen kräftig zugelegt. Maßgeblich hierfür war, dass sich der Konjunkturaufschwung im Euroraum festigte und deutsche Unternehmen deutlich mehr Waren in den europäischen Ländern abgesetzt haben (Abbildung 8). Auch die Ausfuhren in die Vereinigten Staaten von Amerika haben sich im Vorjahresvergleich erholt, wenngleich die Spuren des Abgasskandals nach wie vor unverkennbar sind: wertmäßig ist der Absatz von deutschen Kraftwagen und -motoren in den USA derzeit immer noch um knapp 30% geringer als vor Bekanntwerden der Software-Manipulationen durch die deutschen Automobilhersteller.

Im Prognosezeitraum werden die Ausfuhren robust, aber – verglichen mit früheren Aufschwüngen – nur moderat expandieren, was daran liegt, dass der Welthandel seit der Finanz- und Wirtschaftskrise nicht mehr mit durchschnittlich 6% pro Jahr wächst, sondern mit weniger als 3%. Positive Impulse bekommen die deutschen Ausfuhren von der Nachfrageseite, da sich der Konjunkturaufschwung im Euroraum fortsetzt und der Welthandel etwas an Dynamik gewinnt. Dämpfende Effekte sind hingegen von der Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar zu erwarten, die die preisliche Wettbewerbsfähigkeit deutscher Exporteure auf den außereuropäischen Absatzmärkten verschlechtert. Alles in allem werden die Ausfuhren von Waren und Dienstleistungen in diesem Jahr im Durchschnitt um 3,2% zunehmen, im nächsten Jahr dann um 4,2%. Im Verlauf impliziert dies ein leicht abnehmendes Wachstumstempo.

Die Einfuhren von Waren und Dienstleistungen wurden in der ersten Jahreshälfte 2017 ebenfalls merklich ausgeweitet. Im weiteren Verlauf dieses Jahres werden sie mit ähnlichem Tempo expandieren. Maßgeblich hierfür ist zum einen der private Verbrauch, zum anderen kommen stimulierende Impulse von der robusten Export- und einer anziehenden Investitionsentwicklung. Im kommenden Jahr wird sich das Wachstumstempo bei den genannten Größen, die die Importnachfrage treiben, etwas verlangsamen, so dass die Einfuhren dann leicht abgeschwächt zunehmen werden. Gestützt wird die Importnachfrage im gesamten Prognosezeitraum durch die Wechselkursentwicklung, da die Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar den Preisauftrieb auf der Einfuhrseite abschwächen wird. Alles in allem werden die Einfuhren von Wa-



**Außenhandel Deutschlands nach Regionen und Ländern (Spezialhandel)**



1. Quartal 2009 - 2. Quartal 2017.

Andere europäische Länder setzen sich zu 90 % aus Schweiz, Russland, Türkei und Norwegen zusammen.

Quellen: Deutsche Bundesbank; Statistisches Bundesamt; Berechnungen des IMK.

Tabelle 6

**Wachstumsbeiträge der Verwendungsaggregate<sup>1</sup>  
in Deutschland**  
in Prozentpunkten

	2015	2016	2017	2018
Bruttoinlandsprodukt <sup>2</sup>	1,7	1,9	2,0	2,1
Inlandsnachfrage	1,5	2,2	2,1	2,4
Konsumausgaben	1,5	1,8	1,5	1,5
Private Haushalte	0,9	1,1	1,1	1,1
Staat	0,6	0,7	0,4	0,4
Anlageinvestitionen	0,3	0,6	0,7	0,9
Ausrüstungen	0,3	0,1	0,2	0,4
Bauten	-0,1	0,3	0,4	0,4
Sonstige Anlagen	0,2	0,2	0,1	0,1
Vorratsveränderung	-0,3	-0,2	-0,1	0,0
Außenbeitrag	0,2	-0,3	0,0	-0,3
Ausfuhr	2,4	1,2	1,6	2,0
Einfuhr	-2,2	-1,5	-1,6	-2,3

1 Berechnet aus verketteten Volumenangaben; Lundberg-Komponente; Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen.

2 In %.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen des IMK, ab 2017 Prognose des IMK.



ren und Dienstleistungen im Durchschnitt um 3,8% in diesem Jahr und um 5,5% im nächsten Jahr zunehmen. Die steigenden Jahresdurchschnittsraten gehen einher mit einer Abschwächung des Wachstums im Verlauf. In diesem Jahr ist der Wachstumsbeitrag des Außenhandels zum BIP in etwa Null. Im kommenden Jahr wird der Außenhandel einen deutlich negativen Wachstumsbeitrag zum BIP (-0,3 Prozentpunkte) leisten (Tabelle 6).

Die Einfuhrpreise haben in der ersten Jahreshälfte 2017 stark angezogen. Im Vorjahresvergleich verteuerten sich vor allem importierte Energieträger (Kohle, Erdöl, Erdgas) und Vorleistungsgüter wie Erze und Metalle signifikant. Im Prognosezeitraum wird sich der Preisauftrieb deutlich abschwächen. Zwar dürften die Preise für eingeführte Energieträger und Vorleistungsgüter moderat steigen, aber die für die Prognose unterstellte Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar wird dazu führen, dass die Preise der betreffenden Güter in Euro gerechnet nur leicht zunehmen. Alles in allem wird der Importdeflator in diesem Jahr um 3,3% über dem Niveau des Vorjahres liegen; im kommenden Jahr wird er dann um 1,9% steigen.

Der starke Anstieg der Einfuhrpreise hat aufgrund des hohen Importgehalts der Exporte zu einem deutlichen Anstieg der Ausfuhrpreise im ersten Halbjahr 2017 geführt. Im Prognosezeitraum sind die Preiserhöhungsspielräume der Exporteure gering und der Preisauftrieb von Seiten der Einfuhren wird sich deutlich abschwächen, so dass der Exportdeflator in diesem Jahr um 2,1% und im nächsten Jahr nur noch um 1,3% steigen dürfte.

Die Terms of Trade verschlechtern sich somit in beiden Jahren.

### Ausrüstungsinvestitionen nehmen Fahrt auf

Die Ausrüstungsinvestitionen waren im ersten Halbjahr 2017 deutlich aufwärtsgerichtet; sie stiegen im Verlauf um 3,4% nachdem im Verlauf des Vorjahres noch ein Rückgang zu verzeichnen war (-2%). Offensichtlich ist die Unsicherheit hinsichtlich der Absatzerwartungen, die die Investitionstätigkeit bislang lähmte, einer optimistischeren Einschätzung gewichen. So sind die Geschäftserwartungen der Investitionsgüterproduzenten seit dem Frühjahr beachtlich gestiegen und damit einhergehend die Investitionsbereitschaft. Auch die Risikomaße des IMK weisen auf eine weitere Entspannung hin. So ist die prognostische Unsicherheit, die anhand der Streuung der für die Gesamtprognose relevanten Einzelgleichungen gemessen wird, weiter rückläufig und beträgt aktuell nur 6,4%. Ähnliches gilt für den Finanzmarktstressindikator (► Abbildung I auf Seite 30).

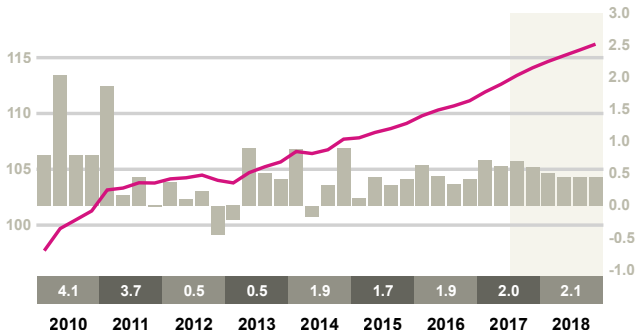
Für den Prognosezeitraum sind die Absatzperspektiven günstig. Die Weltwirtschaft zeigt sich insgesamt in guter Verfassung. Das konjunkturelle Wachstum beschleunigt sich im laufenden Jahr und auch 2018 setzt sich der Aufschwung fort. Insbesondere im Euroraum – der für deutsche Unternehmen wichtigste Absatzmarkt – hat die wirtschaftliche Erholung im ersten Halbjahr 2017 deutlich an Breite und Schwung gewonnen und für den Prognosezeitraum ist mit einer Fortsetzung des Aufschwungs zu rechnen.

Für eine Ausweitung der Investitionstätigkeit im Prognosezeitraum spricht auch die mittlerweile anhaltend hohe Kapazitätsauslastung. So weist der Order-Capacity-Index der Deutschen Bundesbank seit geraumer Zeit in verstärktem Maße auf ein Überschreiten der Normalauslastung der Kapazitäten im Verarbeitenden Gewerbe hin (► Abbildung G auf Seite 28). Damit dürften zukünftig auch die Erweiterungsinvestitionen verstärkt in den Vordergrund rücken, nachdem bislang das Ersatz- und das Rationalisierungsmotiv dominierten. Außerdem bleiben die Bedingungen für Fremdfinanzierungen weiterhin sehr günstig und bei vielen Unternehmen sind aufgrund der positiven Gewinnentwicklung erhebliche Spielräume bei der Innenfinanzierung vorhanden. Vor diesem Hintergrund dürften die zyklischen Auftriebskräfte nunmehr, wenn auch mit einiger Verzögerung, verstärkt zur Geltung kommen. Gleichwohl ist derzeit noch kein durchgreifender Aufschwung im Bereich der Ausrüstungen absehbar, der mit früheren Zyklen vergleichbar wäre.

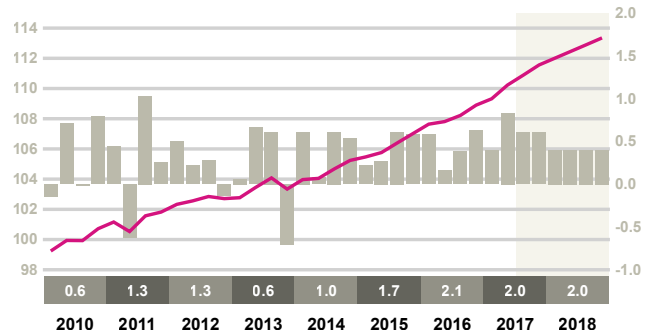
Alles in allem werden die Ausrüstungsinvestitionen im Jahr 2017 im Verlauf um 6,1% zunehmen. Im Jahresdurchschnitt 2017 beläuft sich der Anstieg aufgrund eines hohen statistischen Unterhangs aus dem Vorjahr nur auf 2,2%. Damit überschreiten die

Konjunktur in Deutschland

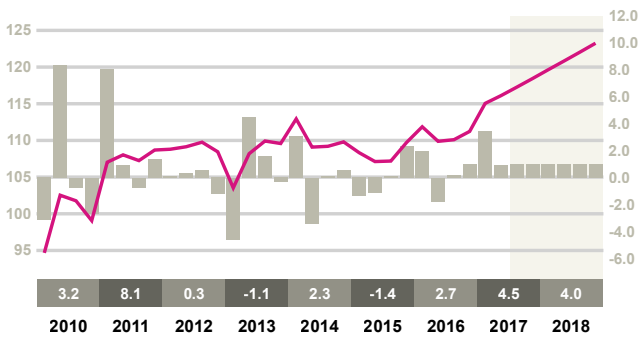
Bruttoinlandsprodukt



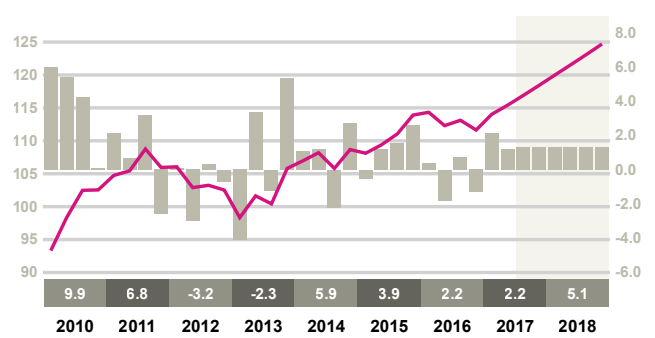
Private Konsumausgaben



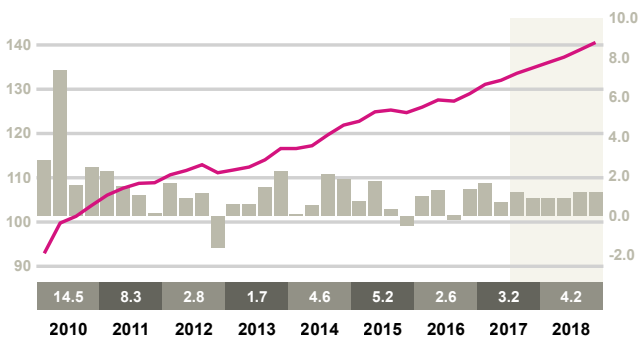
Bauinvestitionen



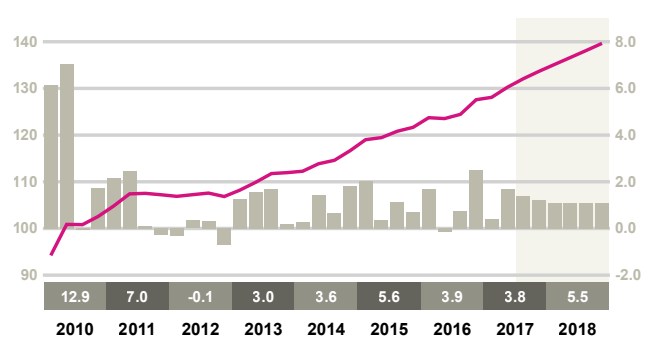
Ausrüstungsinvestitionen



Exporte von Gütern und Dienstleistungen



Importe von Gütern und Dienstleistungen



■ Kettenindex 2010 = 100 (linke Skala)  
 ■ Veränderungen gegenüber dem Vorquartal in % (rechte Skala)

■ Prognose  
 ■ Jahresdurchschnittsrate

Saison- und kalenderbereinigte Verläufe. 1. Quartal 2010 - 4. Quartal 2018. Ab 3. Quartal 2017 Prognose des IMK.

Der nunmehr seit fast fünf Jahren andauernde Aufschwung der deutschen Wirtschaft wird sich auch im Prognosezeitraum fortsetzen. Dabei bleibt die Binnennachfrage für das Wachstum maßgebend. Abermals werden die privaten Konsumausgaben einen wichtigen Beitrag leisten, flankiert von den Investitionen, die verstärkt Fahrt aufnehmen. Vom Außenhandel wird per saldo rein rechnerisch ein negativer Impuls zur Expansion des Bruttoinlandsprodukts ausgehen. Der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts wird im Jahresdurchschnitt 2017 2,0 % und 2018 2,1 % betragen.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen des IMK.

Ausrüstungsinvestitionen erstmals das Vorkrisenniveau. Im Jahr 2018 werden die Ausrüstungsinvestitionen im Verlauf um 5,3% und im Jahresdurchschnitt um 5,1% steigen (**Abbildung 9, Tabelle 3**).

### **Bauinvestitionen weiter im Aufwind**

Zum Jahresauftakt 2017 nahmen die Bauinvestitionen – nicht zuletzt witterungsbedingt – um 3,4% außergewöhnlich stark zu. Bemerkenswerterweise kam es im Folgequartal, anders als bei ähnlichen saisonalen Überzeichnungen in der Vergangenheit, nicht zu einer ausgeprägten technischen Korrektur, sondern zu einer weiteren – wenngleich verhaltenen – Zunahme der Bautätigkeit (0,9%). Offensichtlich hat die Bauwirtschaft aufgrund des hohen Auftragsbestands ihre Kapazitäten weiter auslasten können.

Der Wohnungsbau expandierte in beiden Quartalen unvermindert kräftig. Er profitierte abermals von der günstigen Entwicklung der Einkommen und der Beschäftigung. Auch die sehr niedrigen Hypothekenzinsen dürften dazu beigetragen haben. Der Wirtschaftsbau legte in der gleichen Größenordnung zu. Die öffentlichen Bauinvestitionen stiegen etwas stärker als zuvor, allerdings weniger dynamisch als die privaten Bauinvestitionen.

Für die Bauinvestitionen zeigt sich das konjunkturelle Umfeld nach wie vor günstig. Die Zinsen für neu vergebene Wohnungsbaukredite liegen auf einem sehr niedrigen Niveau, was den Wohnungsneubau weiter begünstigt. Die Wohnungsbaukredite an private Haushalte wurden zuletzt mit einer Rate von 3,9% ausgeweitet (August 2017). Eine merkliche Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen ist für den Prognosezeitraum nicht zu erwarten. Auch Beschäftigung und Einkommen entwickeln sich vorteilhaft und dürften abermals stimulierend wirken.

Darüber hinaus beabsichtigt eine zunehmende Zahl an Immobilienbesitzern, in nächster Zeit Investitionen im Bestand vorzunehmen. Laut quartalsmäßiger Umfrage der Europäischen Kommission ist der Anteil der deutschen Haushalte, die in den kommenden zwölf Monaten Modernisierungsmaßnahmen durchführen wollen, auf ein neues Allzeithoch gestiegen (EU-Kommission 2017). Auch einige Frühindikatoren lassen eine Fortsetzung der Baukonjunktur erwarten. So hat sich das Geschäftsklima auf einen neuen Rekordwert verbessert. Die Bauunternehmer zeigten sich zufriedener mit ihrer aktuellen Lage. Zudem waren sie erneut optimistischer für die kommenden Monate. Die Baugenehmigungen zogen in allen Bereichen kräftig an und erreichten fast das sehr hohe Niveau vom Jahresende 2016. Hingegen neigten die Auftragsgänge, insbesondere beim Wohnungsbau zuletzt etwas zur Schwäche. Allerdings liegt der Auftragsbestand nach wie vor auf einem sehr hohen Niveau. Der Wirtschaftsbau dürfte im Gefolge der lebhafteren

Ausweitung der Ausrüstungsinvestitionen etwas stärker zunehmen.

Hohe Auftragsbestände und steigende Auftragsgänge deuten darauf hin, dass die öffentlichen Bauinvestitionen vorerst spürbar steigen werden. Dieser Aufwärtstrend dürfte sich im weiteren Prognosezeitraum fortsetzen. Diverse von der Bundesregierung angestoßene Investitionsmaßnahmen, insbesondere in den Bereichen Verkehrsinfrastruktur, Kita-Ausbau und energetische Sanierung von öffentlichen Gebäuden, werden sich expansiv auswirken.

Alles in allem beträgt die Zunahme der gesamten Bauinvestitionen 2017 im Jahresdurchschnitt 4,5%. Im kommenden Jahr steigen sie im Durchschnitt um 4,0% (**Abbildung 9, Tabelle 3**).

Die sonstigen Anlageinvestitionen, die im Wesentlichen aus den Ausgaben für Forschung und Entwicklung sowie für Patente bestehen, waren im ersten Halbjahr spürbar aufwärtsgerichtet. Angesichts der günstigen Rahmenbedingungen dürfte es im Prognosezeitraum zu keiner deutlichen Verlangsamung kommen. Im Jahr 2017 werden sie im Durchschnitt um 3,8% zunehmen und im nächsten Jahr um 3,6% (**Tabelle 3**).

### **Privater Konsum weiter auf Expansionskurs**

Die realen Konsumausgaben der privaten Haushalte nahmen im Verlauf des ersten Halbjahres beachtlich um 1,2% zu. Ursächlich hierfür waren der abermals kräftige Anstieg der Bruttolohn- und -gehaltssumme von fast 4 ½%. Die Gewinnentnahmen stiegen nur wenig schwächer. Die gleichzeitig anziehende Inflation dämpfte die Kaufkraft. Die Sparquote blieb gegenüber dem Vorjahr nahezu unverändert.

Im Prognosezeitraum behält die Zunahme der Bruttolöhne und -gehälter ihr Tempo aufgrund zunehmender Beschäftigtenzahlen und höherer Effektivverdienste bei und steigen mit jahresdurchschnittlich jeweils fast 4 ½% noch etwas kräftiger als in den Vorjahren.

Die monetären Sozialleistungen expandieren im Prognosezeitraum nicht zuletzt infolge der schwächeren Leistungsausweitung der gesetzlichen Rentenversicherung als im Jahr 2016 mit einem etwas geringeren Tempo. Außerdem dürften sich die Sozialleistungen für Geflüchtete allmählich stabilisieren. Auch die Leistungen für das Arbeitslosengeld werden in beiden Jahren aufgrund weiter sinkender Arbeitslosenzahlen etwas geringer ausfallen. Zugleich liefern Steuerentlastungen in diesem und im nächsten Jahr für sich genommen einen positiven Impuls. So werden der Grundfreibetrag, der Kinderfreibetrag, der Freibetrag für Alleinerziehende und das Kindergeld angehoben und es kommt zu einer Entlastung durch Änderungen im Einkommenssteuertarif. In diesem Jahr steht den Entlastungen allerdings die Anhebung des Beitrags zur sozialen Pflegeversicherung gegenüber, die nur zu einem geringen Teil durch höhere Transfers in der Pflegever-

sicherung kompensiert werden dürfte. Die Entnahmen aus Gewinn- und Vermögenseinkommen dürften insbesondere im Jahr 2018 stärker expandieren als in den Vorjahren.

Alles in allem steigen die nominalen verfügbaren Einkommen in diesem Jahr um 3,4%. Bei einer zunehmenden Teuerung steigen sie real nur um 1,9%. Im nächsten Jahr nehmen sie nominal ebenfalls um 3,4% zu; real allerdings, bei etwas geringerem Preisanstieg, um 2%. Nicht zuletzt dürften die anhaltend günstigen Konjunkturaussichten und die damit einhergehende erhöhte Arbeitsplatzsicherheit dazu führen, dass die Sparquote tendenziell leicht sinkt. Die realen privaten Konsumausgaben expandieren in beiden Jahren im Jahresdurchschnitt jeweils um 2% (**Abbildung 9, Tabelle 3**). Dabei wird der Wachstumsbeitrag der privaten Konsumausgaben zum BIP in beiden Jahren gut die Hälfte des BIP-Wachstums ausmachen (**Tabelle 6**). Damit bleibt er weiterhin die wichtigste Säule des gesamtwirtschaftlichen Wachstums.

## STEIGENDE ÜBERSCHÜSSE DER ÖFFENTLICHEN HAUSHALTE

### Deutliches Haushaltsplus im ersten Halbjahr

Mit 18,3 Mrd. Euro überstieg der Finanzierungssaldo des Gesamtstaats im ersten Halbjahr 2017 den entsprechenden Vorjahreswert um 0,8 Mrd. Euro. Dabei verzeichneten die Sozialversicherungen, die Kommunen und insbesondere die Länder deutliche Überschüsse, während der Finanzierungssaldo des Bundes infolge der Erstattung der Kernbrennstoffsteuer im Umfang von rund 7 Mrd. Euro einschließlich Zinsen erstmals seit 2013 negativ ausfiel (-2,5 Mrd. Euro).

Sieht man von diesem Sondereffekt ab, so hat sich die gesamtstaatliche Haushaltssituation weiter deutlich verbessert. Die Einnahmen erhöhten sich gegenüber dem ersten Halbjahr 2016 um 4,3%. Dabei legten die Steuern um 5,4% zu und die Sozialbeiträge stiegen um 4,7%, wozu neben der weiterhin deutlichen Expansion der Beschäftigung und spürbaren Lohnsteigerungen auch die Anhebung des Beitrags zur sozialen Pflegeversicherung beitrug.

Die Staatsausgaben erhöhten sich um 4,3% und damit im gleichen Tempo wie die Einnahmen. Dabei nahmen die Sozialen Sachleistungen trotz der Ausweitung von Pflegeleistungen deutlich langsamer zu als in der Vorjahresperiode, die durch die Flüchtlingszuwanderung deutlich nach oben verzerrt war. Die Zinsausgaben waren mit -5,2% weiter deutlich rückläufig. Die monetären Sozialleistungen stiegen hingegen beschleunigt, was neben steigenden Transferzahlungen an arbeitssuchende Geflüchte-

### Fiskalische Impulse durch diskretionäre Maßnahmen 2017 und 2018 gegenüber 2016

in Mrd. Euro<sup>1</sup>

	2017	2018
<b>Gebietskörperschaften</b>	8,7	12,6
Alterseinkünftegesetz	1,3	2,6
Anhebung des Grundfreibetrags, des Kinderfreibetrags, des Freibetrags für Alleinerziehende und des Kindergeldes, Änderungen im Einkommensteuertarif	2,1	5,4
Wegfall der Altkapitalerstattungen	0,0	-2,3
Wegfall der Kernbrennstoffsteuer	0,4	0,4
Erweiterte Verlustverrechnung bei Körperschaften	0,4	0,7
Sonstige steuerliche Maßnahmen <sup>2</sup>	0,1	0,8
Ausweitung der LKW-Maut	0,0	-1,0
BAFöG-Erhöhung	0,3	0,3
Innere und äußere Sicherheit	1,4	1,7
Zusätzliche Investitionen <sup>3</sup>	1,5	2,5
Förderung des Breitbandausbaus, Elektromobilität und Mikroelektronik	1,0	1,0
Bundesteilhabegesetz / Unterhaltsvorschuss	0,2	0,5
<b>Sozialversicherung</b>	2,9	2,5
Erhöhung des Beitrags zur Pflegeversicherung	-2,5	-2,6
Leistungsverbesserungen Pflegeversicherung	4,8	3,6
Krankenhausstrukturreform	0,3	0,6
Angleichung der Renten	0,0	0,6
Senkung der Insolvenzgeldumlage um 0,03 Prozentpunkte	0,3	0,3
<b>Insgesamt</b>	11,6	15,1
in % des BIP	0,4	0,4

1 Ohne makroökonomische Rückwirkungen.

2 u.a. Betriebsrentenstärkungsgesetz, höhere Sofortabschreibung von GWG

3 Verkehrsinfrastruktur des Bundes, Kita-Ausbau, Kommunalinvestitionsfonds

Quellen: Bundesregierung; BMF; BMWi; Deutscher Bundestag; Schätzungen des IMK.



te insbesondere auf die kräftige Rentenanpassung zum 1. Juli 2016 zurückzuführen ist, die im ersten Halbjahr 2017 fortwirkt. Auch die staatlichen Bruttoinvestitionen wurden verstärkt ausgeweitet.

### Überschüsse überschreiten im Prognosezeitraum 1% des Bruttoinlandsprodukts

Die Fiskalpolitik in Deutschland ist in diesem Jahr trotz der guten Konjunktur leicht expansiv ausgerichtet. Die Impulse durch diskretionäre Maßnahmen summieren sich auf 11,6 Mrd. Euro bzw. 0,4% des BIP (**Tabelle 7**).

Die Einnahmenseite profitiert weiterhin von der günstigen Wirtschaftsentwicklung. Bei anhaltendem Beschäftigungsaufbau und spürbaren Lohnsteigerungen nehmen insbesondere die Lohnsteuer und die Sozialversicherungsbeiträge weiter kräftig zu.



Auch die Steuern auf Selbstständigeneinkommen und Unternehmensgewinne expandieren bei der guten Gewinnentwicklung weiter deutlich, wenn auch langsamer als im vergangenen Jahr. Insgesamt dürften die Steuereinnahmen und die Sozialbeiträge, die gemeinsam knapp 90% der Staatseinnahmen ausmachen, um 4,5% bzw. 4,6% steigen. Einen drastischen Einbruch um 30,8% verzeichnen hingegen die empfangenen Vermögenstransfers, weil sich die EU-Eigenmittelerstattung des vergangenen Jahres nicht wiederholt und die Einnahmen aus der Erbschaftsteuer, die in den volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen als Vermögenstransfer gebucht werden, nach dem Auslaufen von Vorzieheffekten<sup>4</sup> deutlich sinken. Insgesamt ist mit einem Anstieg der gesamtstaatlichen Einnahmen um 3,9% zu rechnen.

Die Ausgaben steigen in diesem Jahr mit 3,8% etwas langsamer als die Einnahmen. Dabei dürften die Ausgaben für Vorleistungen und die sozialen Sachleistungen langsamer zulegen als im vergangenen Jahr. Auch die Entlastungen aufgrund geringerer Zinsausgaben halten an. Die monetären Sozialleistungen expandieren im zweiten Halbjahr 2017 nicht zuletzt infolge der schwächeren Rentenanpassung als im Vorjahr mit einem deutlich geringeren Tempo. Aufgrund des schwungvollen Anstiegs im ersten Halbjahr ergibt sich für das Gesamtjahr aber ein Zuwachs der monetären Sozialleistungen von 4,0%. Die Arbeitnehmerentgelte im Staatssektor dürften etwas rascher zunehmen als im Vorjahr. Im Ergebnis wird sich der Finanzierungssaldo in diesem Jahr auf 27,7 Mrd. Euro oder 0,9% des BIP erhöhen (**Tabelle 3**).

Berücksichtigt man die bisher beschlossenen finanzpolitischen Maßnahmen, dann bleibt die Finanzpolitik im kommenden Jahr mit zusätzlichen Impulsen von 3,5 Mrd. Euro nur noch minimal expansiv ausgerichtet, so dass die Fiskalpolitik unter Einbeziehung der automatischen Stabilisatoren leicht restriktiv wirken dürfte. Da sowohl CDU/CSU als auch FDP in ihren Wahlprogrammen erhebliche steuerliche Entlastungen in Aussicht gestellt haben und die Aussichten für die öffentlichen Haushalte sehr günstig sind, dürfte es im kommenden Jahr allerdings in größerem Umfang zu zusätzlichen Maßnahmen kommen. Dies kann in der aktuellen Prognose noch nicht berücksichtigt werden.

Aus heutiger Sicht dürften die Einnahmen mit

4,0% im kommenden Jahr leicht stärker steigen als in diesem Jahr. Aufgrund der Ausweitung der LKW-Maut steigen die Verkäufe des Staates dann wieder deutlich rascher. Der Zuwachs bei Steuern und Sozialabgaben bleibt weiter dynamisch und die empfangenen Vermögenstransfers stabilisieren sich nach dem Einbruch in diesem Jahr wieder.

Die gesamtstaatlichen Ausgaben dürften im kommenden Jahr mit 3,5% langsamer steigen als im Vorjahr. Da die geleisteten Vermögenstransfers in diesem Jahr durch die Erstattung der Kernbrennstoffsteuer deutlich nach oben verzerrt sind, kommt es 2018 zu einem Rückgang um 17%. Auch die Zinsausgaben werden weiter deutlich sinken. Die monetären Sozialleistungen expandieren wieder etwas langsamer, nachdem die Effekte der starken Rentenerhöhung von 2016 ausgelaufen sind und sich die Sozialleistungen für Geflüchtete allmählich stabilisieren. Während die Vorleistungen und die Arbeitnehmerentgelte in ähnlichem Umfang steigen dürften wie in diesem Jahr, werden die öffentlichen Investitionen etwas rascher ausgeweitet und die sonstigen laufenden Transfers nehmen aufgrund von höheren Überweisungen an die Europäische Union sprunghaft zu. Der gesamtstaatliche Finanzierungssaldo erhöht sich deutlich. Er dürfte im kommenden Jahr bei 35,9 Mrd. Euro liegen und damit erstmals die Marke von einem Prozent des BIP überschreiten.

## BESCHÄFTIGUNGS-AUFSCHWUNG SETZT SICH FORT

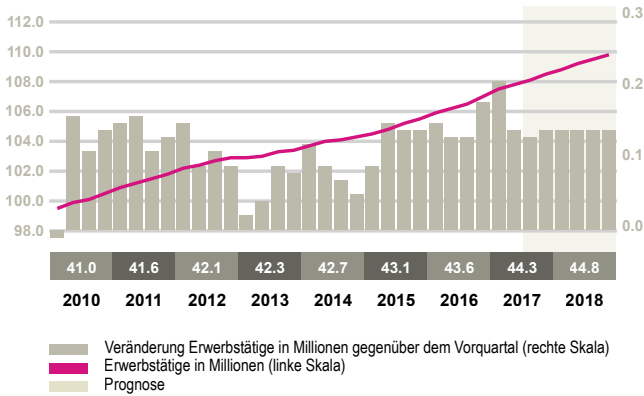
Vor dem Hintergrund des anhaltenden Konjunkturaufschwungs setzt der Arbeitsmarkt seine positive Entwicklung der vergangenen Jahre fort. Im bisherigen Jahresverlauf 2017 hat die Zahl der Beschäftigten merklich zugenommen. Getragen wurde der Beschäftigungsaufbau abermals von der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung. Hingegen nahmen die Zahlen der ausschließlich geringfügig Beschäftigten und die der Selbstständigen ab. Trotz einer deutlichen Zunahme des Arbeitsangebots infolge auch der Flüchtlingsmigration ist die Arbeitslosigkeit insgesamt im Jahresverlauf 2017 weiter zurückgegangen. Zwar ist die Arbeitslosigkeit unter den Flüchtlingen gestiegen, allerdings konnte dies der Rückgang der Arbeitslosigkeit unter den übrigen Erwerbspersonen überkompensieren.

Im Prognosezeitraum wird der Aufwärtstrend der Beschäftigung infolge der weiterhin günstigen Konjunktorentwicklung anhalten. Auch der hohe Bestand an offenen Stellen weist darauf hin. In den Jahren 2017 und 2018 werden die Beschäftigung zu- und die Arbeitslosigkeit abnehmen, wobei wie schon in den vergangenen Jahren der Beschäftigungsanstieg dynamischer verläuft als der Rückgang der Arbeitslosigkeit. Der Grund dafür ist der Zuwachs beim Erwerbspersonenpotenzial.

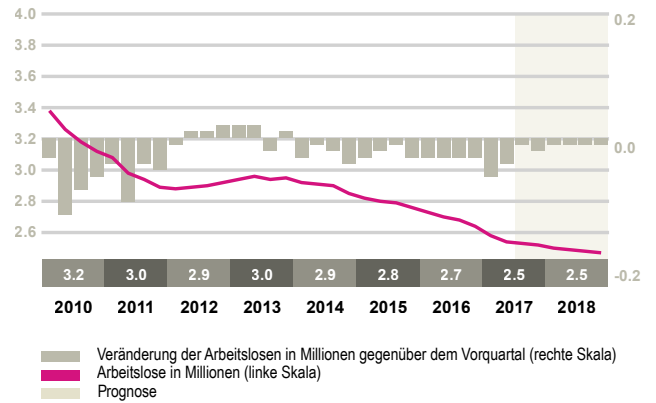
<sup>4</sup> Im Dezember 2014 hatte das Bundesverfassungsgericht das 2009 in Kraft getretene Erbschaft- und Schenkungsteuergesetz im Hinblick auf Regelungen zur Verschonung von Betriebsvermögen für verfassungswidrig erklärt und dem Gesetzgeber bis Ende Juni 2016 eine Frist zur Korrektur gesetzt. Mit dem Ziel, noch von den Vergünstigungen zu profitieren, wurden in erheblichem Maße große Betriebsvermögen per Schenkung übertragen. Obwohl die effektiven Steuersätze bei diesen Übertragungen gering waren, kam es aufgrund der hohen Beträge und Fallzahlen im vergangenen Jahr zu einem Mehraufkommen, das sich so nicht wiederholen wird.

Arbeitsmarkt in Deutschland

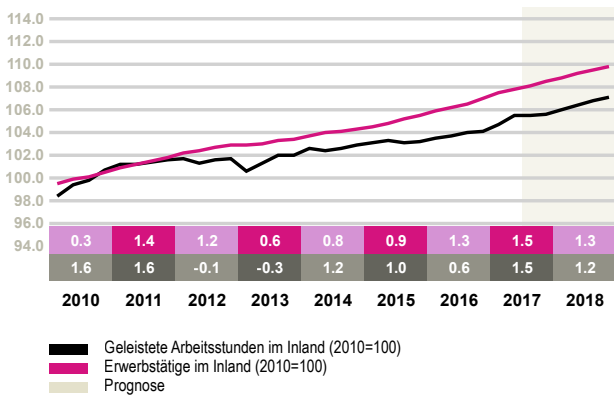
Erwerbstätige Inland



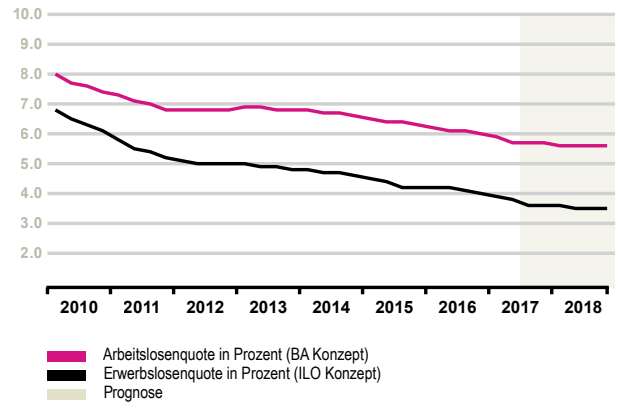
Arbeitslose



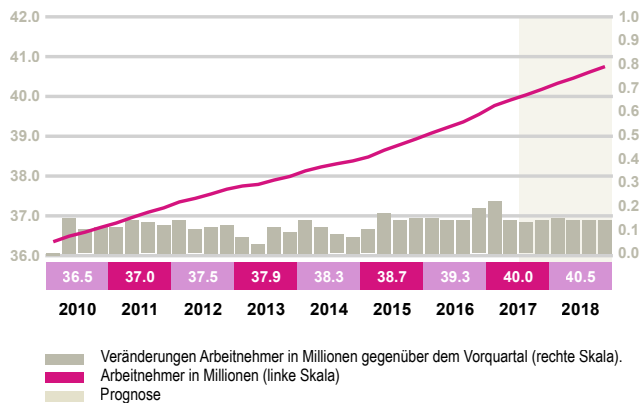
Erwerbstätige und Arbeitsvolumen



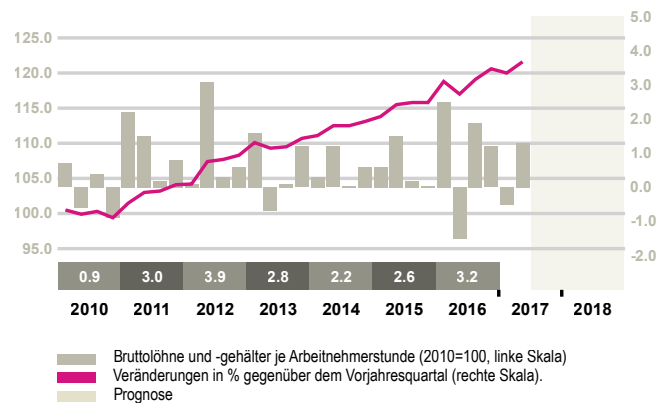
Arbeitslosen- und Erwerbslosenquote



Arbeitnehmer (Inland)



Bruttolöhne und -gehälter



Saisonbereinigte Verläufe. 1. Quartal 2010 - 4. Quartal 2018. Ab 3. Quartal 2017 Prognose des IMK.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit; Berechnungen des IMK.



Die Erwerbstätigkeit wird im laufenden Jahr um rund 650 000 Personen (1,5%) auf jahresdurchschnittlich über 44 Millionen Erwerbstätige steigen; im Jahr 2018 nimmt die Zahl der Erwerbstätigen dann um 560 000 Personen (1,3%) zu (**Abbildung 10**). Dabei wird die Zahl der Arbeitnehmer in beiden Jahren um 1,7% und 1,4% stärker zunehmen (**Tabelle 8**). Getragen wird diese Entwicklung erneut von der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung, die in beiden Jahren deutlich zunehmen wird. Die Zahl der ausschließlich geringfügig entlohnten Beschäftigten, wie auch die Zahl der Selbständigen, werden weiter zurückgehen.

Die Arbeitszeit je Erwerbstätigen stagniert in diesem Jahr und nimmt im Jahr 2018 dann um 0,1% geringfügig ab. Entsprechend dürfte das Arbeitsvolumen in diesem Jahr um 1,5% und im nächsten Jahr dann um 1,2% wachsen. Der Anstieg der Stundenproduktivität wird sich von 0,5% in diesem Jahr auf 0,9% im nächsten Jahr erhöhen.

Die Zahl der registrierten Arbeitslosen wird im Jahresdurchschnitt 2017 im Vergleich zum Vorjahr um rund 150 000 Personen abnehmen und im kommenden Jahr um rund 60 000 Personen. Allerdings ist hierbei zu berücksichtigen, dass die registrierte Arbeitslosigkeit erheblich von den Integrationsmaßnahmen als auch den arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen beeinflusst wird. Werden die Flüchtlinge stärker als bisher mit Hilfe dieser Maßnahmen gefördert, wird auch der Anstieg der Arbeitslosigkeit geringer ausfallen und damit die Arbeitslosigkeit insgesamt stärker abnehmen. Die Arbeitslosenquote wird 2017 bei 5,7% liegen und im folgenden Jahr dann bei 5,5%.

### Arbeitsmarktbilanz

Jahresdurchschnitt in 1000 Personen

	2015	2016	2017	2018
Erwerbstätige Inländer	42 990	43 545	44 184	44 742
Pendlersaldo	79	93	104	104
Erwerbstätige Inland	43 069	43 638	44 287	44 846
Arbeitnehmer	38 710	39 305	39 976	40 536
sozialversicherungs- pflichtige Beschäftigung	30 822	31 485	32 224	32 853
Geförderte SV-pflichtige Beschäftigung				
Minijobs	4 856	4 805	4 737	4 692
Ein-Euro-Jobs	87	80	82	85
Selbständige	4 359	4 333	4 311	4 309
geförderte Selbständige <sup>1</sup>	32	29	27	27
Arbeitslose <sup>2</sup>	2 795	2 691	2 543	2 487
Arbeitslosenquote BA <sup>3</sup>	6,4	6,1	5,7	5,6
Erwerbslose <sup>4</sup>	1 950	1 774	1 602	1 481
Erwerbslosenquote <sup>5</sup>	4,3	3,9	3,5	3,2
konjunkturelle Kurzarbeit	44	42	34	32

1 Gründungszuschuss, Einstiegs geld und Eingliederungsleistungen.

2 In der Abgrenzung der Bundesagentur für Arbeit.

3 In % aller zivilen Erwerbspersonen.

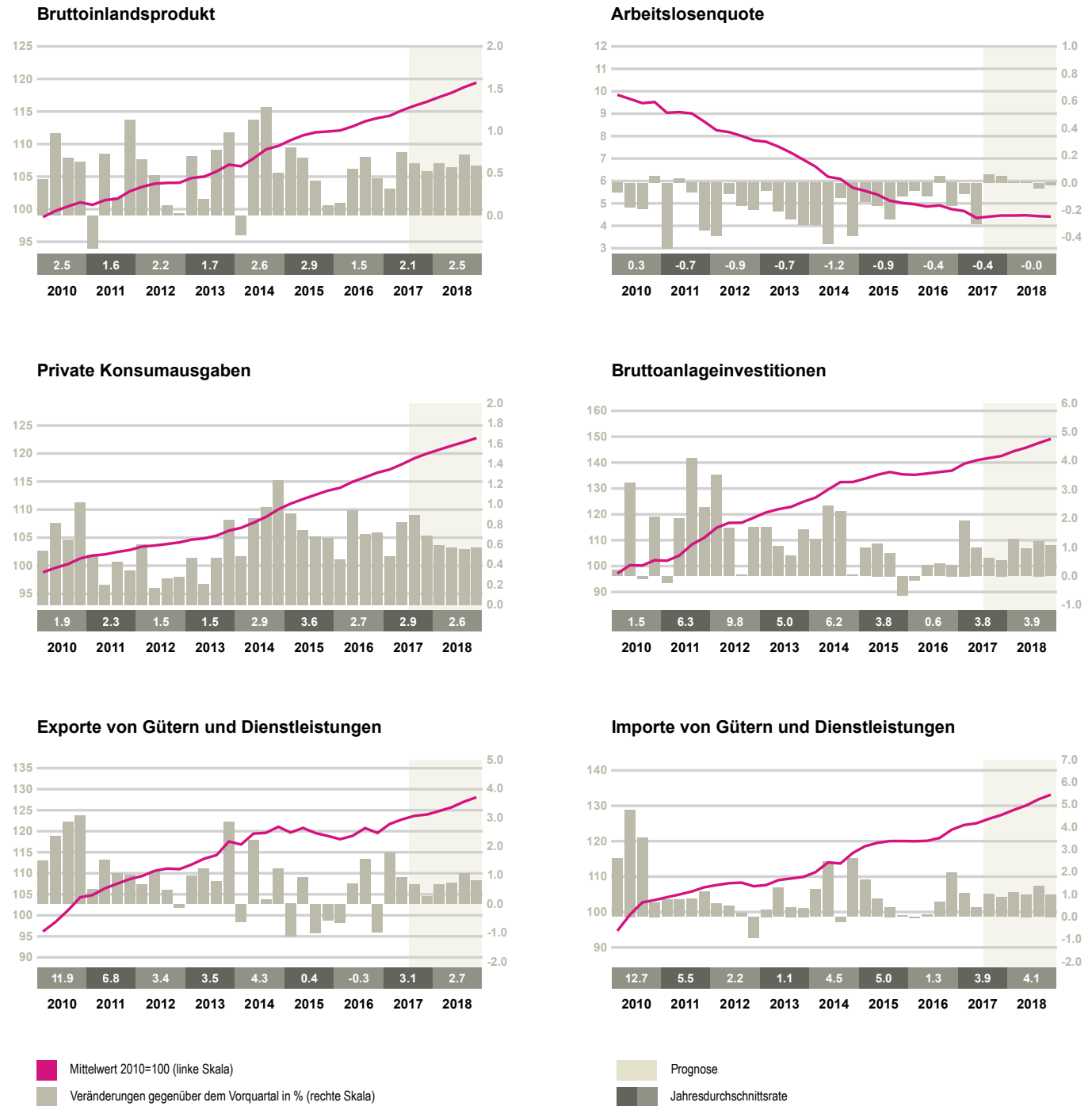
4 In der Abgrenzung der International Labour Organization (ILO).

5 In % der inländischen Erwerbspersonen.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit;  
Berechnungen des IMK, ab 2017 Prognose des IMK.



## Konjunktur in den USA

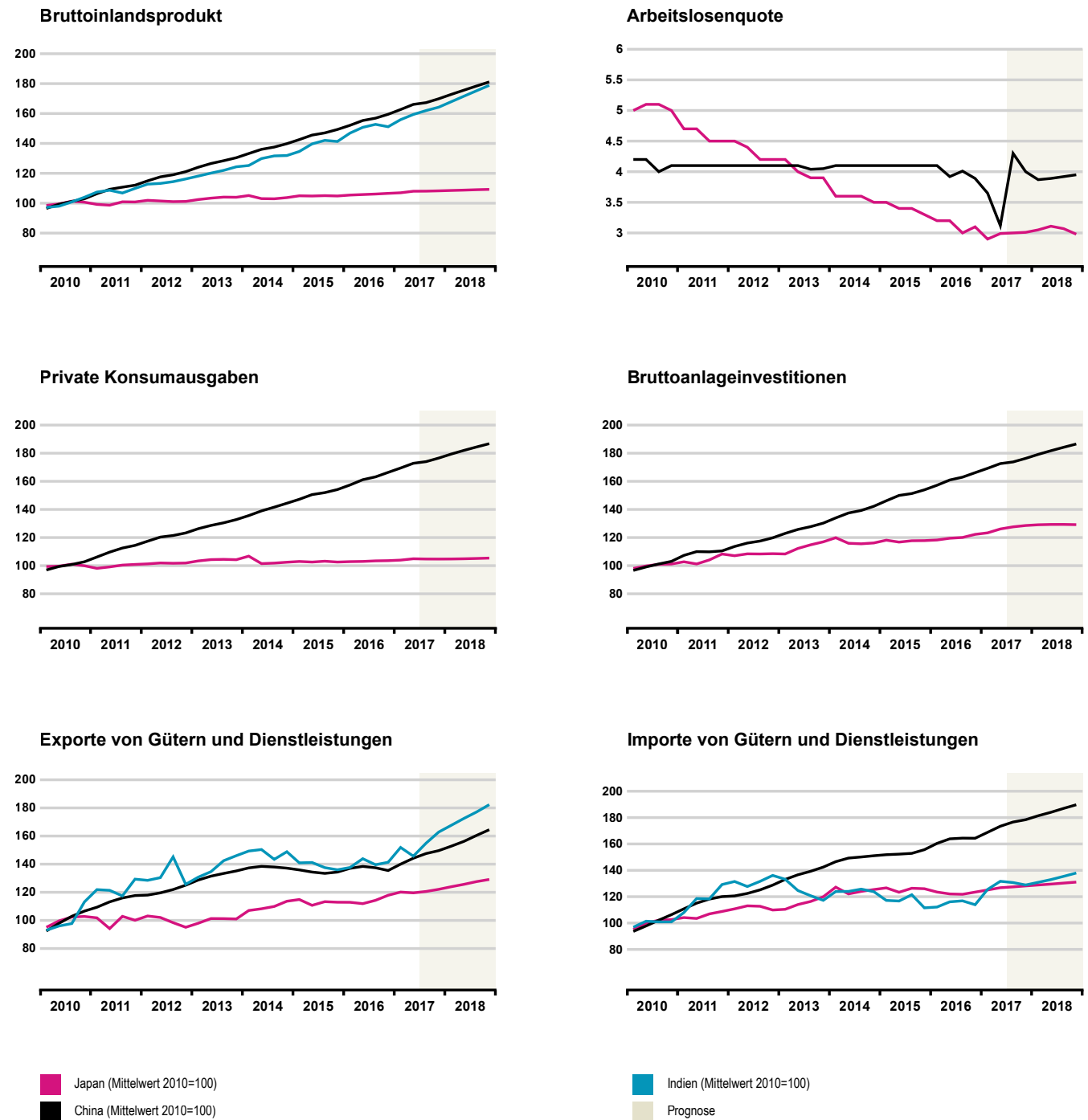


Saisonbereinigte Verläufe. 1. Quartal 2010 - 4. Quartal 2018. Ab 3. Quartal 2017 Prognose des IMK.

Die Ausweitung der Produktion in den USA gewann im zweiten Quartal des Jahres an Dynamik. Die robuste Lage am Arbeitsmarkt sowie eine im Vergleich zum Jahr 2016 erholte, aber nach wie vor moderate Investitionsdynamik unterstützen das Wachstum im Prognosezeitraum. Das IMK unterstellt derzeit weder deutlich expansive Effekte aus den Steuerplänen der Regierung noch eine Beschleunigung des graduellen Zinsanstiegspfades der Fed. Alles in allem wird die US-Wirtschaft in diesem Jahr um durchschnittlich 2,1% und im nächsten Jahr um 2,5% zulegen.

Quellen: NiGEM; Berechnungen des IMK.

## Konjunktur in Asien



NiGEM bietet für Indien weder eine Trennung von Konsum und Investitionen, noch eine explizite Arbeitsmarktmodellierung.

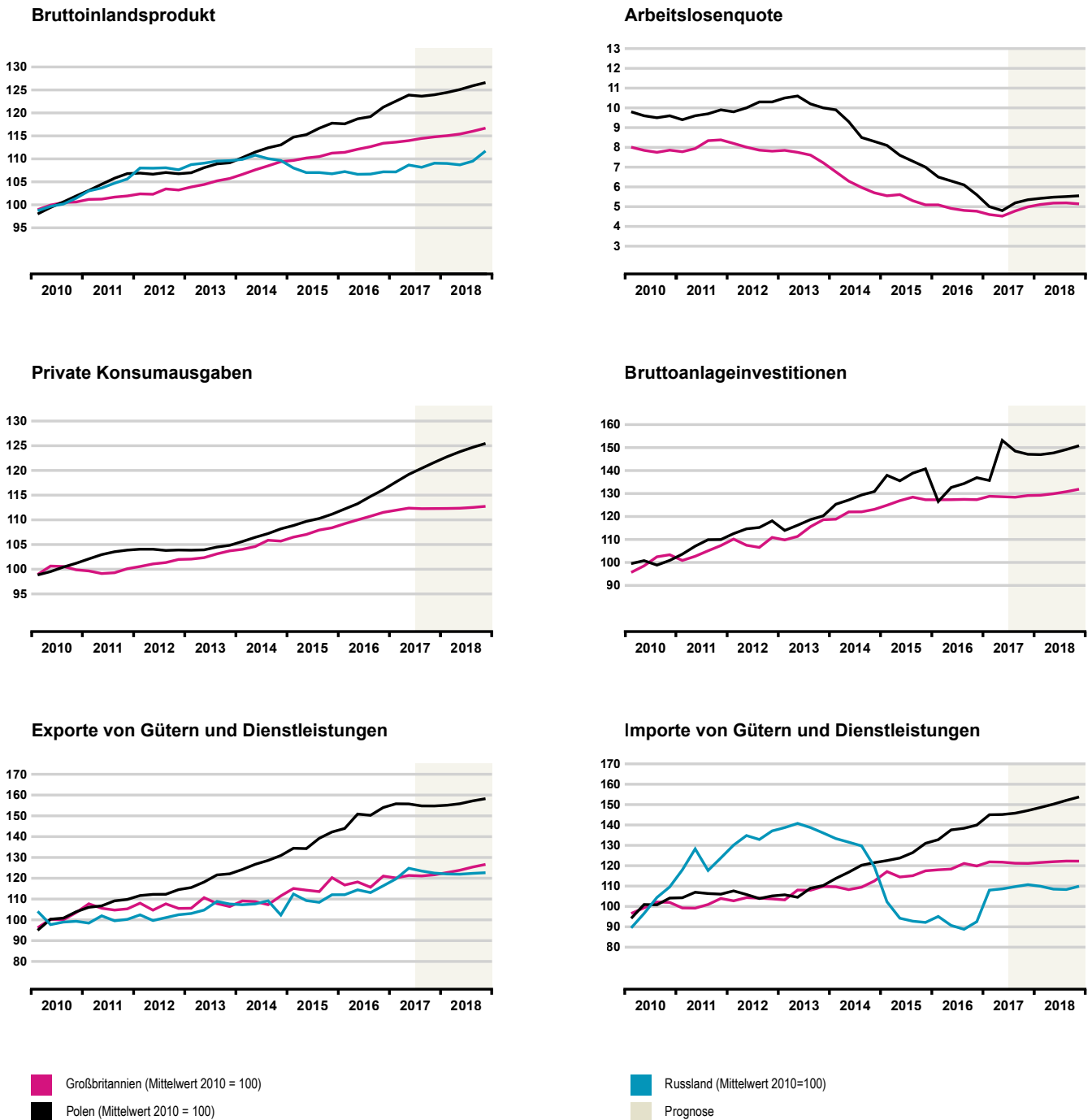
Saisonbereinigte Verläufe. 1. Quartal 2010 - 4. Quartal 2018. Ab 3. Quartal 2017 Prognose des IMK.

Japans BIP wuchs im zweiten Quartal überraschend stark um 1 %. Insbesondere der private Verbrauch trägt bei gesteigerter Partizipationsrate am Arbeitsmarkt und stärkeren Haushaltseinkommen fortdauernd zum Wachstum bei, auch wenn spürbare Nominallohnsteigerungen weiter ausbleiben. Die japanische Wirtschaft wird 2017 um 1,7 % und 2018 aufgrund eines etwas schwächeren Investitionswachstums um 1 % expandieren. In China zeigt sich die Ausweitung der Wirtschaftsaktivität bei bestehender, notwendiger Anpassung zu mehr binnenwirtschaftlichem Wachstum im Dienstleistungssektor stabil. Konjunkturelle Stützungsmaßnahmen, insbesondere in Infrastrukturprojekte, aber auch die Gefahr finanzieller Fragilität in den Privatsektoren halten an. Die fundamentalen Wachstumskräfte in Indien sind intakt, auch wenn die Bargeldreform zu Beginn des Jahres leichte Wachstumsverluste im laufenden Jahr nach sich ziehen wird.

Quellen: NiGEM; Berechnungen des IMK.



## Konjunktur in Europa außerhalb des Euroraums



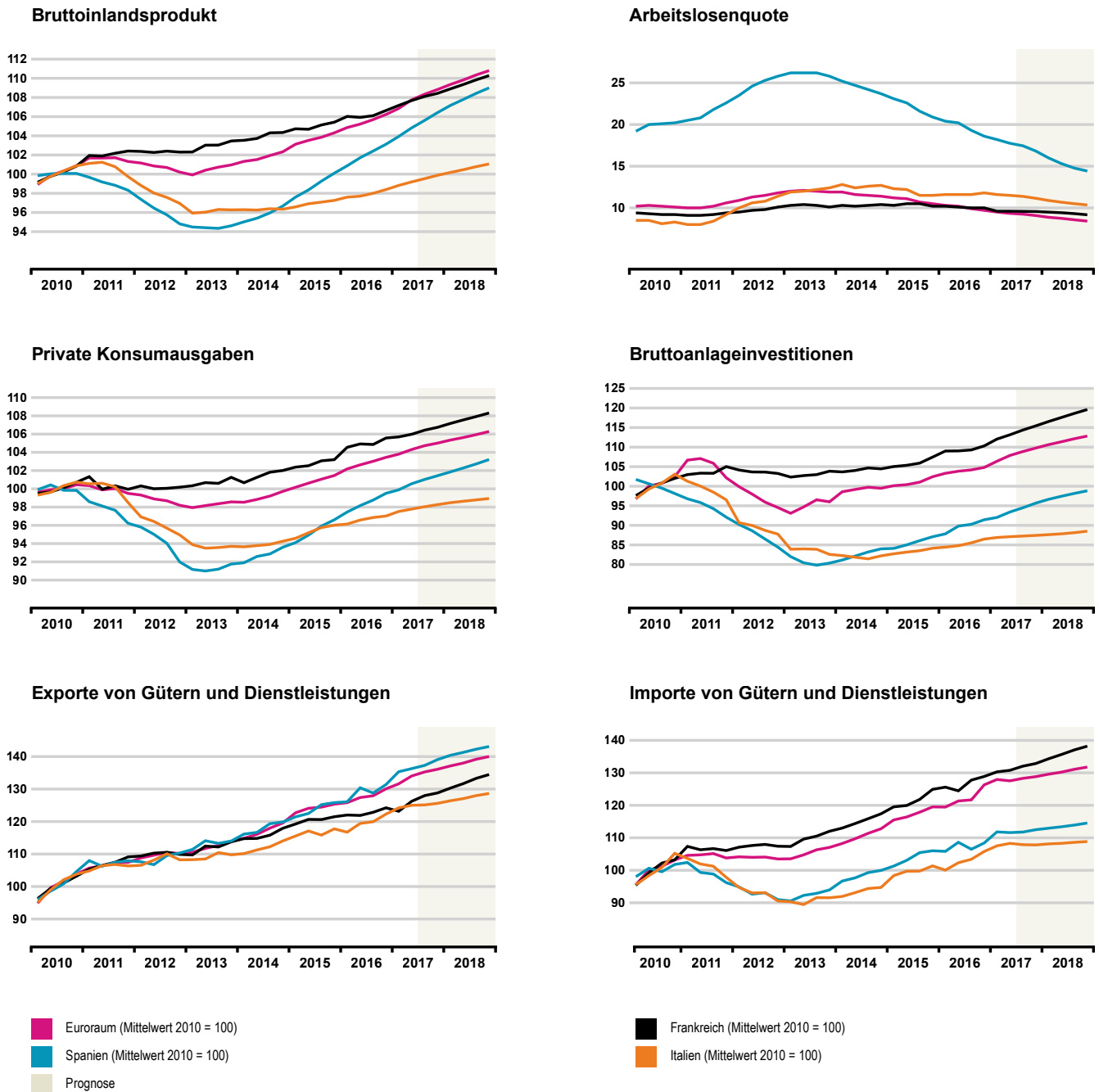
NiGEM bietet für Russland weder eine Trennung von Konsum und Investitionen, noch eine explizite Arbeitsmarktmodellierung.

Saisonbereinigte Verläufe. 1. Quartal 2010 - 4. Quartal 2018. Ab 3. Quartal 2017 Prognose des IMK.

Das britische BIP legte im zweiten Quartal um 0,3 % zu. Ursächlich für die Wachstumsverlängerung seit Jahresbeginn sind in erster Linie inflationsbedingte Kaufkraftverluste der privaten Haushalte, nachdem die gut 10-prozentige Abwertung des britischen Pfunds im Zuge des Brexit-Votums zunächst die Importpreise und infolgedessen auch die Verbraucherpreise steigen ließ. In Russland konnte die seit Ende 2014 andauernde Rezession überwunden werden. Zwar erlaubt der Rückgang der Inflation der Zentralbank Zinssenkungen; ein stärkeres Wachstum bleibt jedoch angesichts der unterstellten Seitwärtsbewegung der Rohölpreise bis zum Ende des Prognosezeitraums aus. Das Wachstum der polnischen Wirtschaftsaktivität zeigt sich demgegenüber dynamisch.

Quellen: NiGEM; Berechnungen des IMK.

## Konjunktur im Euroraum



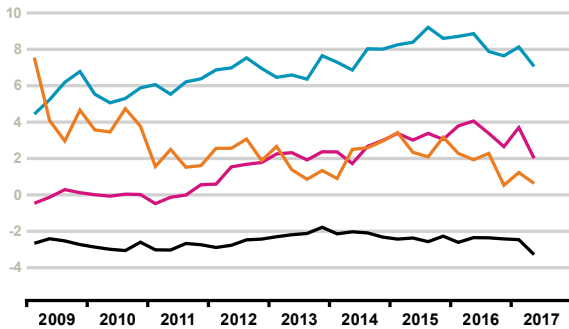
Saisonbereinigte Verläufe. 1. Quartal 2010 - 4. Quartal 2018. Ab 3. Quartal 2017 Prognose des IMK.

Die Erholung im Euroraum beschleunigt sich. Das reale Bruttoinlandsprodukt nahm im zweiten Quartal um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal zu, nachdem es im ersten Quartal um 0,5 % wuchs. Während Frankreich und Italien im zweiten Quartal 2017 weiterhin moderate Wachstumsraten vorwiesen (0,5 % und 0,4 %), hat die spanische Wirtschaft im selben Zeitraum ihren Wachstumskurs weiter beschleunigt (von 0,8 % auf 0,9 %). Die Arbeitslosigkeit in Frankreich reduzierte sich im zweiten Quartal 2017 weiter auf 9,6 %; auch in Italien sank die Arbeitslosigkeit zuletzt wieder. In Spanien reduzierte sich die Arbeitslosigkeit zwar weiterhin deutlich, wird aber im europäischen Vergleich auch gegen Ende des Prognosezeitraums immer noch auf sehr hohem Niveau liegen. Der private Konsum ist der derzeit wichtigste Wachstumstreiber, gefolgt von den privaten Investitionen. Im Prognosezeitraum erwarten wir eine Fortsetzung des wirtschaftlichen Aufschwungs im Euroraum.

Quellen: NiGEM; Berechnungen des IMK.

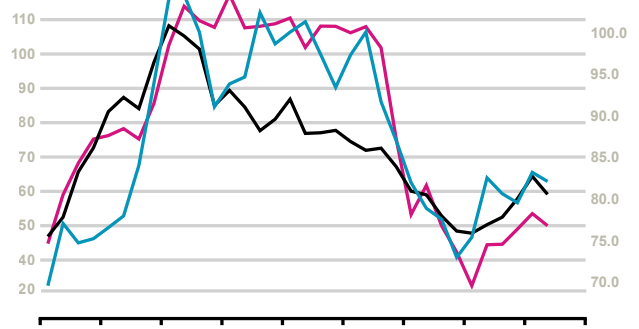
**Makro- und Finanzstabilität**

**Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)**



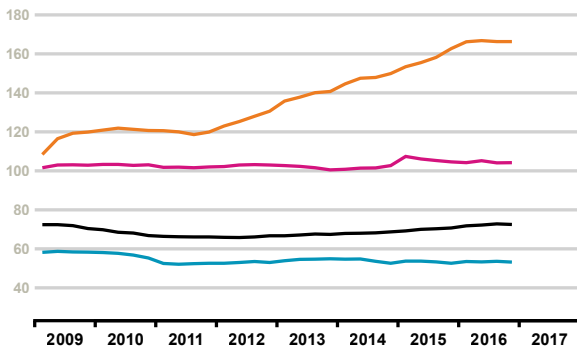
■ Euroraum  
■ Deutschland  
■ USA  
■ China

**Rohstoffpreise**



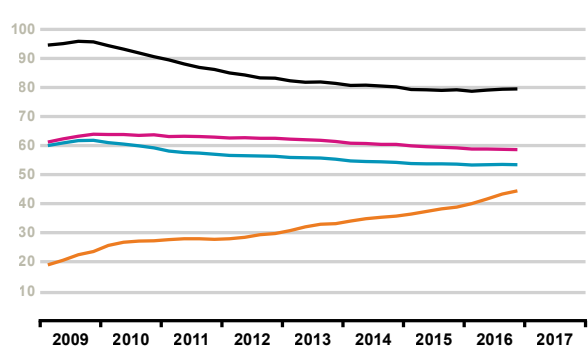
■ Ölpreis pro Barrel (in USD, linke Skala)  
■ Globaler Nahrungsmittelpreisindex (2011=100, rechte Skala)  
■ Metallpreise (2011=100, rechte Skala)

**Verschuldung der Unternehmen (in % des BIP)**



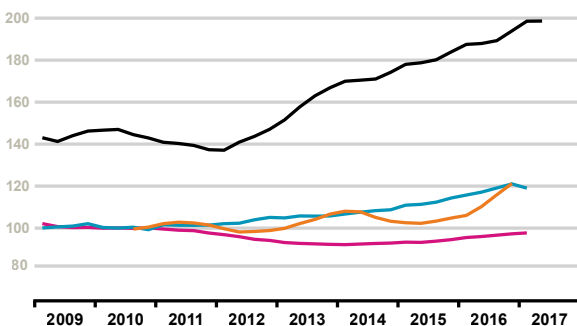
■ Euroraum, Bruttoverschuldung nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften  
■ Deutschland, Bruttoverschuldung nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften  
■ USA, Bruttoverschuldung nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften  
■ China, Bruttoverschuldung nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften

**Verschuldung der Haushalte (in % des BIP)**



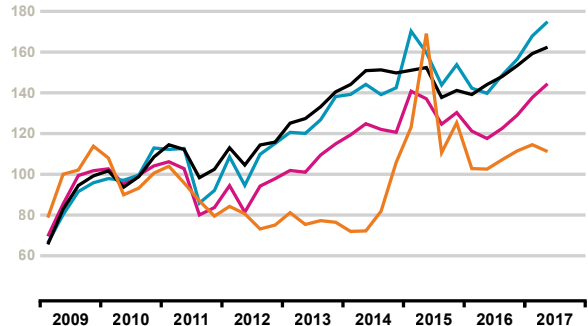
■ Euroraum, Bruttoverschuldung Haushalte und NPISHs  
■ Deutschland, Bruttoverschuldung Haushalte und NPISHs  
■ USA, Bruttoverschuldung Haushalte und NPISHs  
■ China, Bruttoverschuldung Haushalte und NPISHs

**Häuserpreise**



■ Euroraum, reale Häuserpreise (OECD Index, 2010=100)  
■ Deutschland, Häuserpreise (OECD Index, 2010=100)  
■ USA, Häuserpreise (Case-Shiller Index, 2000=100)  
■ China, Häuserpreise (OECD Index, 2010=100)

**Aktienkurse**



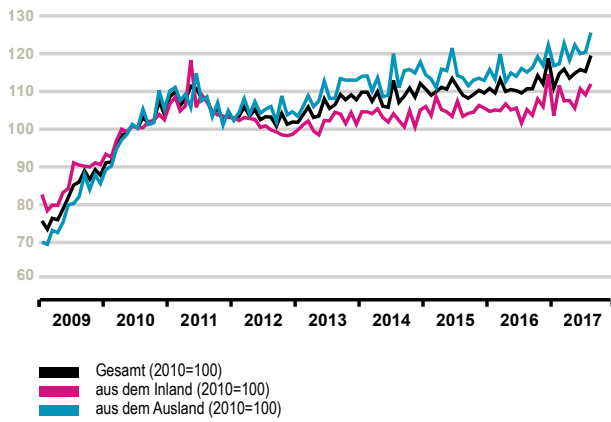
■ Euroraum, EURO STOXX (2010=100)  
■ Deutschland, CDAX (2010=100)  
■ USA, NYSE Composite (2010=100)  
■ China, Shanghai Composite (2010=100)

1. Quartal 2009 - 2. Quartal 2017.

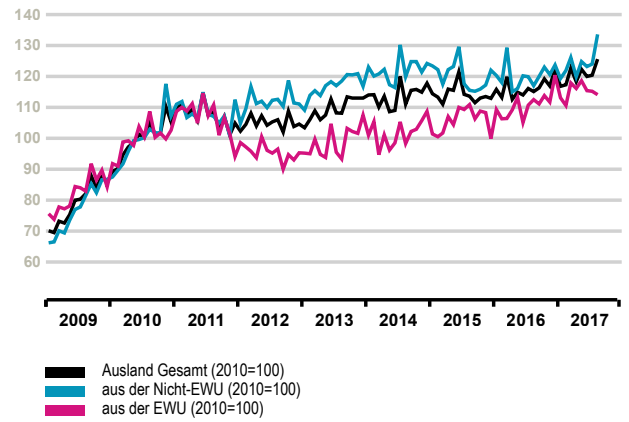
Während Chinas Leistungsbilanzüberschuss in den letzten Jahren zurückgegangen ist, verzeichnet der Euroraum als Ganzes inzwischen einen merklichen und anhaltenden Leistungsbilanzüberschuss. Dabei liegt der deutsche Saldo trotz leichter Rückgänge am aktuellen Rand weiter über 7 % des BIP. Werte in dieser Höhe tragen zur globalen Makro-Instabilität bei. Das amerikanische Leistungsbilanzdefizit weitet sich am aktuellen Rand auf knapp unter -3 % aus. Die globalen Rohstoffpreise außer für Nahrungsmittel zeigten zuletzt eine Abwärtskorrektur. Die Verschuldung im chinesischen Unternehmenssektor bewegt sich nach starken Anstiegen inzwischen insbesondere aufgrund von Maßnahmen auf dem Interbankenmarkt seitwärts. Der Anstieg der globalen Häuserpreise kam in den USA, Deutschland und einem Teil der chinesischen Großstädte (vorläufig) zum Stillstand. Die Aktienmärkte sind mit Ausnahme Chinas weiter aufwärtsgerichtet.

## Auftragseingänge deutscher Unternehmen

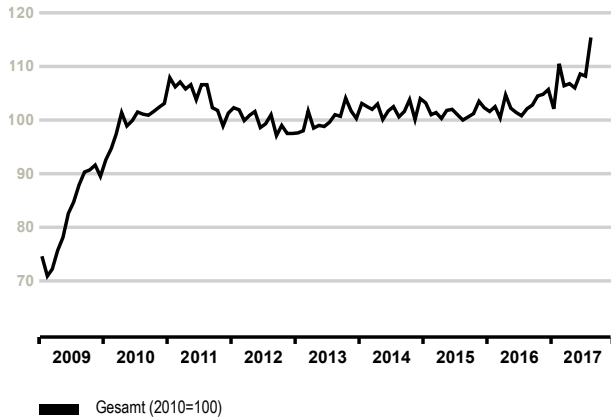
### Industrie



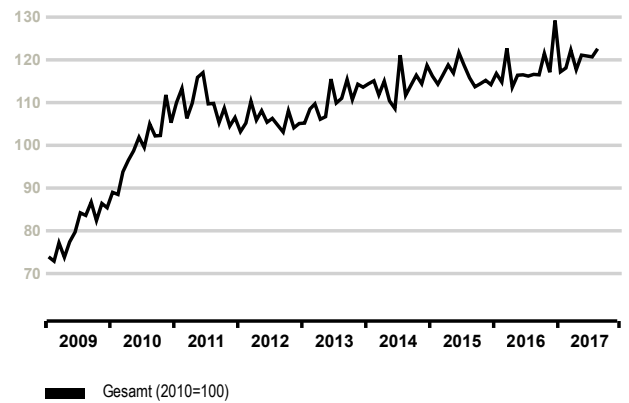
### Auslandsaufträge



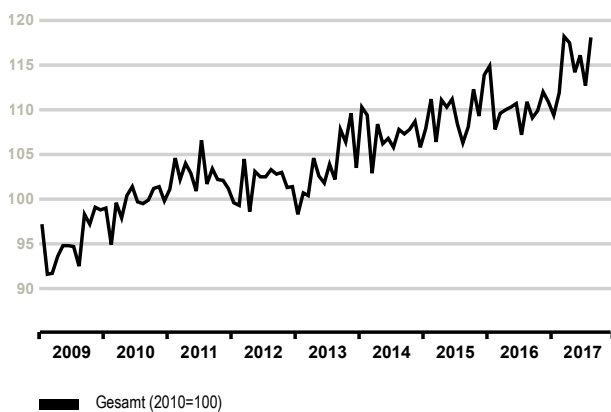
### Vorleistungsgüter



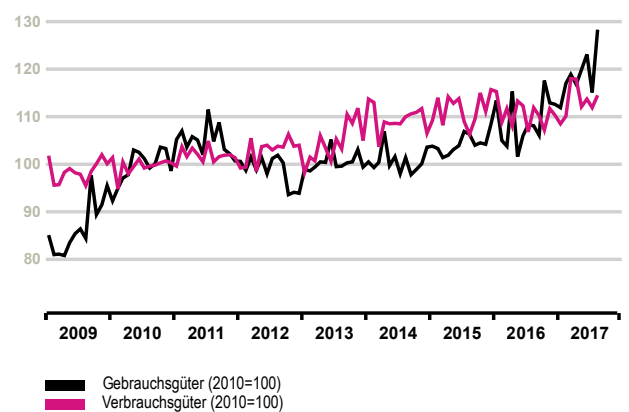
### Investitionsgüter



### Konsumgüter



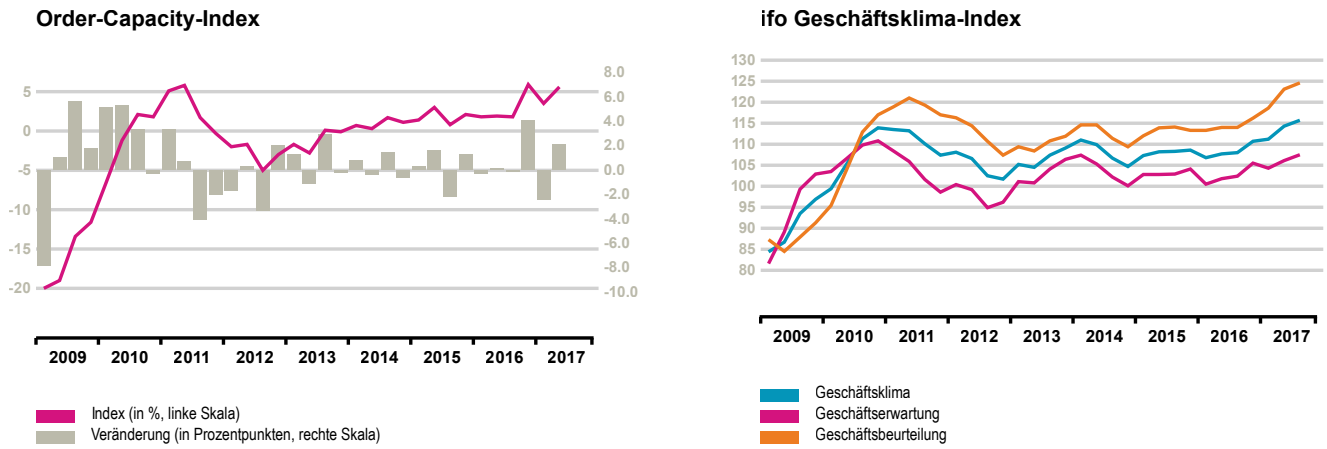
### Ge- und Verbrauchsgüter



Volumen, kalender- und saisonbereinigt. Januar 2009 - Juli 2017.

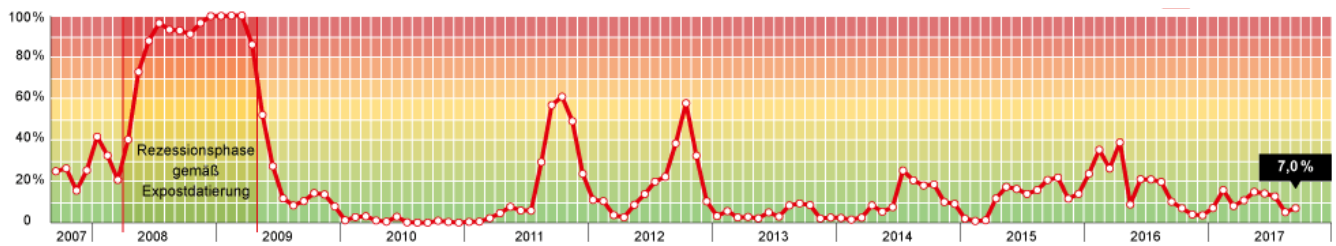
Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen des IMK.

**Frühindikatoren Deutschland**



**IMK Konjunkturindikator**

Rezessionswahrscheinlichkeiten - Ausblick für die nächsten 3 Monate<sup>1</sup>

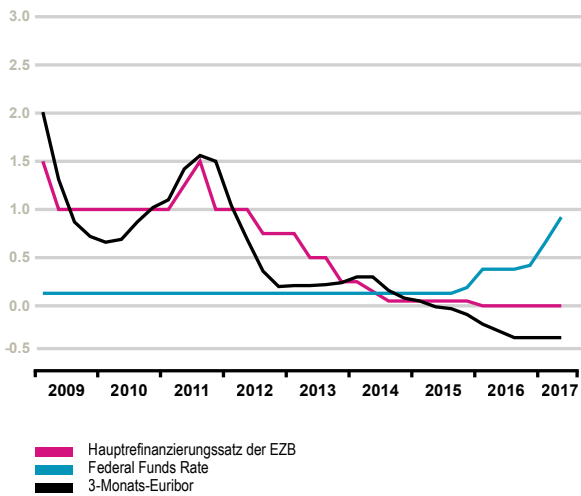


Quellen: Statistisches Bundesamt; ifo Institut; Berechnungen des IMK.

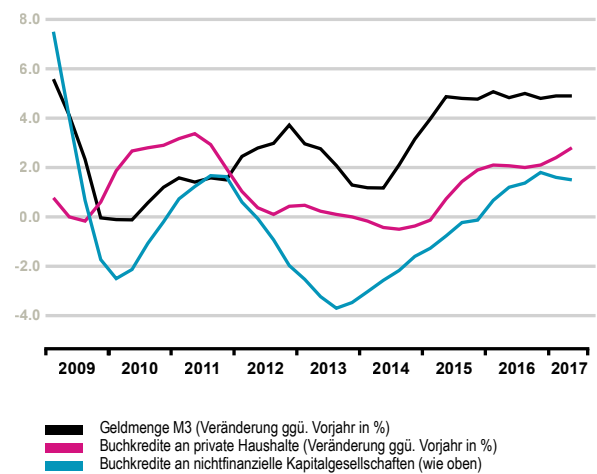


## Monetäre Rahmenbedingungen

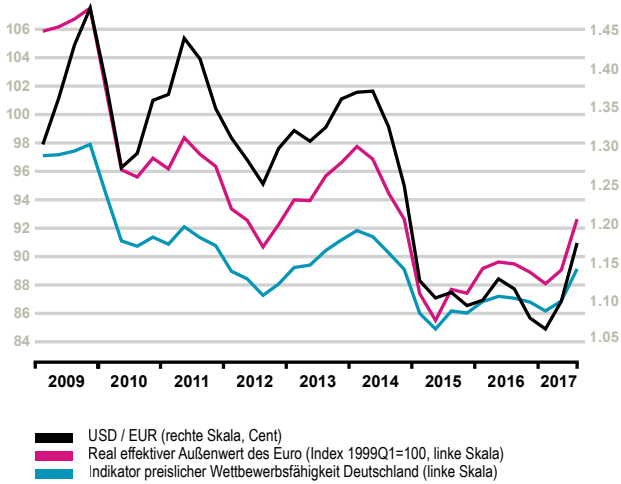
**Leitzinsen im Euroraum und den USA (in %)**



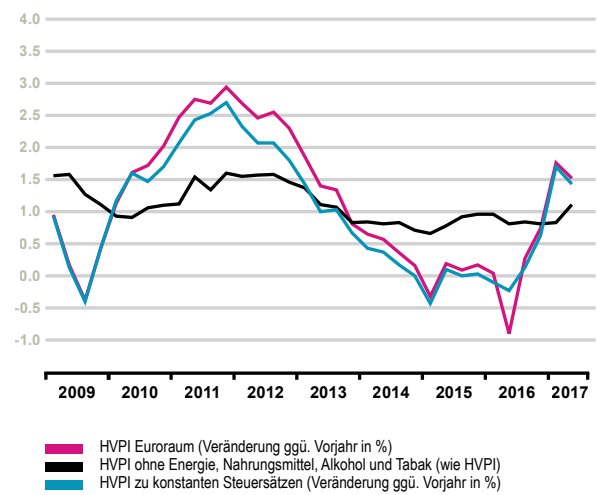
**Geldmenge und Kreditvolumen**



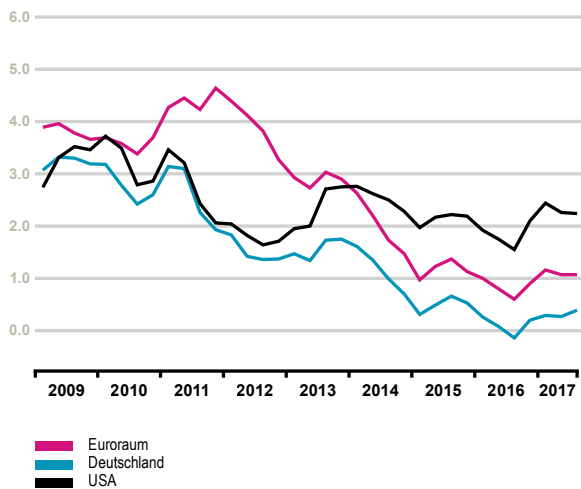
**Wechselkurs und real effektiver Außenwert<sup>1</sup>**



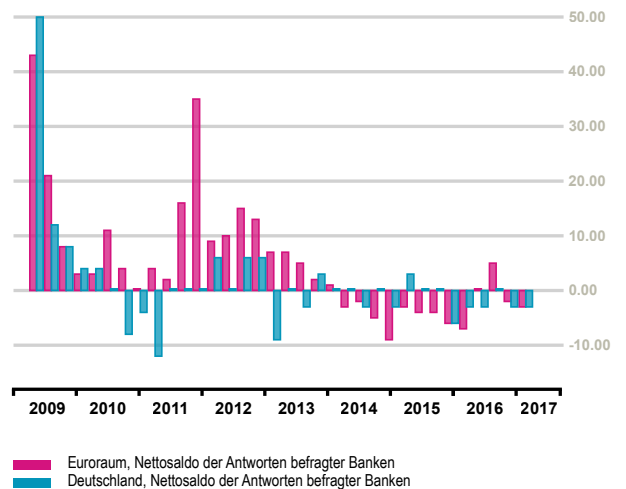
**Harmonisierte Verbraucherpreise (HVPI)**



**Renditen 10-jähriger Staatsanleihen (in %)**



**Kreditvergabestandards (Bank Lending Survey)**



1. Quartal 2009 - 3. Quartal 2017.

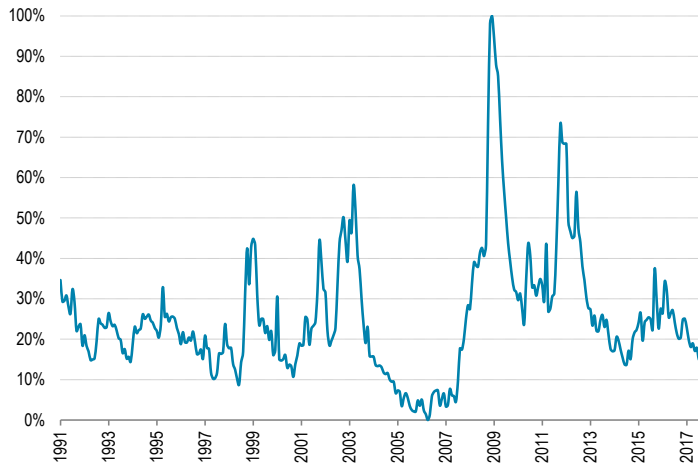
1 Real effektiver Außenwert auf Basis der Verbraucherpreise gegenüber 38 Ländern (Euroraum) bzw. 56 Ländern (Deutschland).

**Risikomaße**

Abbildung I

**Finanzmarktstress für Deutschland**

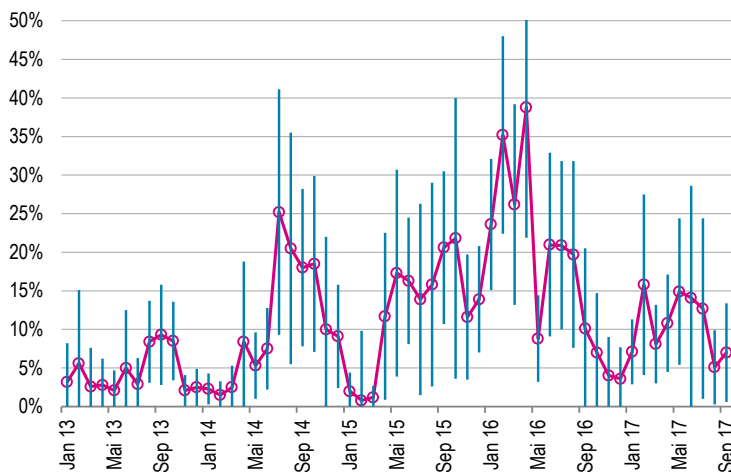
Januar 1991 - September 2017



Quellen: Macrobond; Berechnungen des IMK.

Unter rund 200 Finanzmarktdatenreihen wurden anhand ihrer Korrelation zu historischen Finanzmarktkrisen 35 Repräsentative ausgewählt. Basierend auf diesen hauptsächlich nicht stationären Zeitreihen bestimmt das IMK regelmäßig mittels statischer Faktoranalyse denjenigen Faktor (Hauptkomponente), der den Großteil der verbleibenden Schwankungen aller Zeitreihen beschreibt, nachdem diese zentriert wurden. Hochpunkte dieses Faktors kennzeichnen Finanzmarkt-turbulenzen, wobei die Skalierung so gewählt wird, dass die Finanzmarktkrise von 2007/08 100%igen Finanzmarktstress kennzeichnet. Die zu Grunde liegende Informationsmatrix umfasst Daten zum Kreditwachstum, zur Volatilität von Aktien- und Rohstoffpreisen, Raten von Kreditausfallversicherungen sowie EZB-spezifische Daten wie Einlagen- und Spitzenrefinanzierungsfazilität und TARGET-Salden.

**Rezessionswahrscheinlichkeit mit Streuung**



Quellen: Deutsche Bundesbank; Statistisches Bundesamt; IFO; Berechnungen des IMK.

In den IMK-Konjunkturindikator (Abbildung G) fließen zahlreiche Daten aus der Real- und der Finanzwirtschaft ein. Darüber hinaus berücksichtigt das Instrument Stimmungsindikatoren. Das IMK nutzt dabei die Industrieproduktion als Referenzwert für eine Rezession, weil diese rascher auf einen Nachfrageeinbruch reagiert als das Bruttoinlandsprodukt (BIP). Das Frühwarnsystem signalisiert eine Rezession, wenn die Industrieproduktion über fünf Monate um mindestens ein Prozent schrumpft. Die Streuung der für die Gesamtprognose relevanten Einzelgleichungen beschreibt die prognostische Unsicherheit.

Der leichte Anstieg der Rezessionswahrscheinlichkeit am aktuellen Rand beruht auf einer leichten Eintrübung der Stimmungsindikatoren.

## LITERATUR

Alle IMK-Publikationen finden Sie auch online unter:

[http://www.boeckler.de/imk\\_2733.htm](http://www.boeckler.de/imk_2733.htm)

**Bry, G. / Boschan, C. (1971):** Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs. National Bureau of Economic Research, Inc., Cambridge.

**Economic Cycle Research Institute (ECRI) (2017):** International Business Cycle Dates, <https://www.businesscycle.com/ecri-business-cycles/international-business-cycle-dates-chronologies>, aufgerufen am 09.10.2017.

**EU-Kommission (2017):** Business and Consumer Survey Results, July. [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/business-and-consumer-surveys\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/indicators-statistics/economic-databases/business-and-consumer-surveys_en), aufgerufen am 28.09.2017.

**Gale, W. / Khittrakun, S. / Krupkin, A. (2017):** Cutting taxes and making future Americans pay for it: How Trump's tax cuts could hurt many households. Tax Policy Center, Urban Institute & Brookings Institution.

**Gemeinschaftsdiagnose (2017):** Aufschwung weiter kräftig - Anspannungen nehmen zu, Herbst 2017.

**Harding, D. / Pagan, A. (2002):** Dissecting the cycle: a methodological investigation. In: Journal of Monetary Economics, Bd. 49, H. 2, S. 365-381.

**Horn, G. A. / Behringer, J. / Gechert, S. / Rietzler, K. / Stein, U. (2017):** Was tun gegen die Ungleichheit? Wirtschaftspolitische Vorschläge für eine reduzierte Ungleichheit. IMK Report Nr. 129, September.

**IMF (2017):** Seeking Sustainable Growth. In: World Economic Outlook, Kapitel 2, Oktober.

**Kara, A. / Hantzsche, A. / Lennard, J. / Lenoel, C. / Piggott, R. / Thamotheram, C. / Warren, J. (2017):** Prospects for the UK economy. In: National Institute Economic Review, Bd. 241, H. 1, S. F8-F41.

Abgeschlossen am 11. Oktober 2017

## IMPRESSUM

### Herausgeber

Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) der Hans-Böckler-Stiftung

Hans-Böckler-Straße 39, 40476 Düsseldorf  
Telefon (02 11) 77 78-31 2, Telefax (02 11) 77 78-26 6

[imk-report@boeckler.de](mailto:imk-report@boeckler.de)  
<http://www.imk-boeckler.de>

Redaktionsleitung: Peter Hohlfeld  
Pressekontakt: Rainer Jung, (02 11) 77 78-15 0

ISSN 1861-3683

Nachdruck und sonstige Verbreitung  
– auch auszugsweise –  
nur mit Quellenangabe zulässig.

### Autorenschaft

Gustav A. Horn, Alexander Herzog-Stein, Peter Hohlfeld,  
Katja Rietzler, Sabine Stephan, Thomas Theobald,  
Silke Tober, Sebastian Watzka