

# Globaler Aufschwung bleibt vorerst intakt

Von Ferdinand Fichtner, Dawud Ansari, Guido Baldi, Martin Bruns, Marius Clemens, Christian Dreger, Hella Engerer, Stefan Gebauer, Malte Rieth und Aleksandar Zaklan

Die Weltwirtschaft dürfte in den kommenden zwei Jahren um jeweils vier Prozent wachsen. Das DIW Berlin hebt damit seine Prognose im Vergleich zum Herbst leicht an. Sowohl unter den entwickelten Volkswirtschaften als auch unter den Schwellenländern gewinnt der Aufschwung an Breite. Stützend wirkt vor allem der private Konsum, und auch die Investitionen entwickeln sich global weiterhin kräftig. Das Wachstum im Euroraum erweist sich trotz der in einigen Ländern anhaltend hohen Arbeitslosigkeit als stabil, wenngleich die Investitionen hier noch nicht sehr dynamisch sind. In China dürfte sich wegen des Abbaus von Überkapazitäten im produzierenden Gewerbe die Expansion etwas abschwächen. Eine insgesamt weniger expansive Geldpolitik, ausgehend von den USA und dem Euroraum, könnte die Nachfrage global leicht bremsen, so dass sich das Wachstum der Weltwirtschaft nicht weiter beschleunigen dürfte. Risiken für die Weltwirtschaft gehen vor allem von politischen Unsicherheiten in Europa und in den USA sowie möglichen Handelsbeschränkungen aus.

Der kräftige Aufschwung der Weltwirtschaft setzt sich fort. Im dritten Quartal war die konjunkturelle Lage sowohl in den entwickelten Volkswirtschaften als auch in den Schwellenländern ähnlich gut wie in der ersten Jahreshälfte. Haupttreiber des Wachstums war wiederum der Konsum. Auch die Investitionen blieben kräftig; vor allem in deren Gefolge hat der Welthandel im bisherigen Jahresverlauf spürbar zugelegt. Die Dynamik dürfte im nächsten Jahr anhalten, da das Wachstum mittlerweile auch unter den Schwellenländern an Breite gewinnt. Dies dürfte zusammen mit der stabilen Binnenkonjunktur in den entwickelten Volkswirtschaften der privaten Investitionstätigkeit Impulse verleihen. Auch die Lage auf dem Arbeitsmarkt wird sich wohl weiter verbessern. Im Euroraum bleibt die Arbeitslosigkeit allerdings hoch und der Lohn- und Preisauftrieb ist weiterhin moderat. In China bestehen zudem erhebliche Überkapazitäten im produzierenden Gewerbe, und der sektorale Wandel dort dürfte im weiteren Verlauf zu einer leichten Abflachung des Welthandels führen. In den USA hingegen könnten sich gegen Ende des Prognosezeitraums erste Knappheiten auf dem Arbeitsmarkt bemerkbar machen; die Inflation dürfte steigen. Insgesamt ist daher nicht damit zu rechnen, dass sich das Wachstum der Weltwirtschaft weiter beschleunigt (Abbildung 1).

Dies liegt auch daran, dass die Geldpolitik global ihren Expansionsgrad wohl etwas reduzieren wird. In den USA wird die Zentralbank ihre Bestände an Vermögenswerten weiter abbauen und die Leitzinsen schrittweise anheben. Notenbanken in den Schwellenländern dürften folgen, wodurch sich die Finanzierungskosten für Unternehmen und Haushalte weltweit leicht erhöhen. Die Europäische Zentralbank hat zudem angekündigt, das Volumen ihrer monatlichen Käufe von Wertpapieren zu reduzieren. Es wird davon ausgegangen, dass die Nettoankäufe in der zweiten Hälfte des nächsten Jahres eingestellt werden und im Folgejahr – die Inflationsrate dürfte sich dann allmählich von unten ihrer Zielmarke nähern – eine erste moderate Zinserhöhung erfolgt. Die Finanzpolitik dürfte global etwas weniger restriktiv aus-

gerichtet sein. In den USA werden wohl Steuerentlastungen moderat positive Impulse setzen.

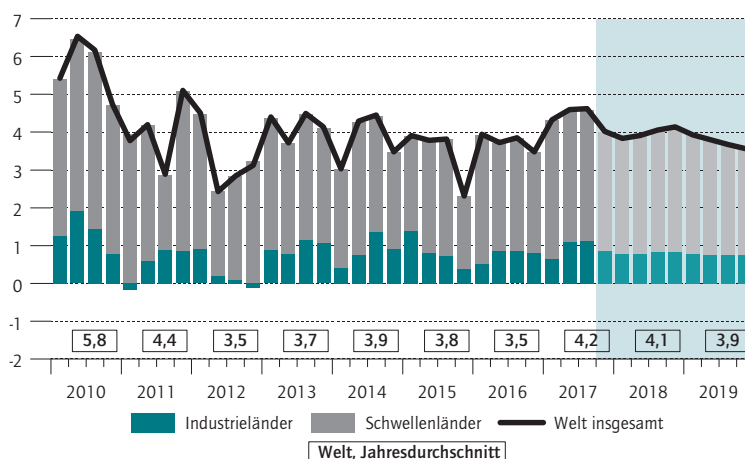
Alles in allem dürfte die Weltwirtschaft im Prognosezeitraum jährlich um rund vier Prozent wachsen. Die Prognose wurde damit im Vergleich zu den Herbstgrundlinien vom September 2017 leicht angehoben (Tabelle). Die insgesamt kräftige Expansion wird auch durch die Ölpreise gestützt, die nur verhalten steigen dürften (Kasten 1).

Risiken für die Weltwirtschaft gehen weiterhin von Europa aus, wo im nächsten Jahr wichtige Wahlen – etwa in Italien – anstehen. Erstarren die europaskeptischen Parteien oder verschärfen sich die Probleme der überschuldeten Banken, könnte sich die Unsicherheit im Euroraum erhöhen und auf den Investitionen lasten. Die Brexit-Verhandlungen könnten ebenfalls zu stärker als erwarteter Unsicherheit führen und die wirtschaftliche Entwicklung im Vereinigten Königreich dämpfen. Zudem könnten von den USA ausgehende Handelsbeschränkungen den Welthandel und die globale Investitionstätigkeit belasten.

Abbildung 1

**Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts**

In Prozent, Prozentpunkten



Quellen: Nationale statistische Ämter; DIW Wintergrundlinien 2017.

© DIW Berlin 2017

Das globale Wachstum geht 2019 nur leicht zurück.

Tabelle

**Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in der Weltwirtschaft**

In Prozent

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise				Arbeitslosenquote in Prozent			
	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent											
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Euroraum	1,7	2,4	2,1	1,7	0,4	1,4	1,6	1,7	10,0	9,0	8,6	8,3
ohne Deutschland	1,7	2,3	2,0	1,7	0,3	1,3	1,6	1,7	12,6	11,5	11,0	10,7
Frankreich	1,1	1,8	1,8	1,6	0,2	1,1	1,4	1,5	10,1	9,6	9,6	9,4
Italien	1,1	1,6	1,4	1,2	0,0	1,4	1,1	1,4	11,7	11,3	11,0	10,6
Spanien	3,3	3,1	2,7	2,3	-0,2	2,0	1,9	2,3	19,7	17,2	15,8	15,3
Niederlande	2,1	3,2	2,6	2,2	0,1	1,3	1,4	1,7	6,0	4,9	4,6	4,4
Vereinigtes Königreich	1,8	1,5	1,4	1,5	0,7	2,7	2,5	2,2	5,0	4,5	4,6	4,7
USA	1,5	2,3	2,5	2,4	1,3	1,8	1,6	2,1	4,9	4,4	4,1	4,0
Japan	1,0	1,5	1,2	1,2	-0,1	0,3	0,5	1,1	3,1	3,0	3,1	3,0
Südkorea	2,8	3,2	3,1	2,6	1,0	2,2	2,5	2,7	3,7	3,6	3,0	3,0
Mittel- und Osteuropa	3,0	4,6	3,5	3,3	-0,2	1,6	2,4	2,5	5,7	4,6	4,2	3,9
Türkei	3,3	5,4	3,3	3,5	7,8	10,8	8,3	8,2	10,9	11,1	10,7	10,5
Russland	-0,2	1,9	1,6	1,7	7,1	4,2	4,1	4,0	5,5	5,2	5,1	4,8
China	6,7	6,8	6,5	6,5	1,6	1,7	2,5	3,3	4,1	4,1	4,1	4,1
Indien	7,9	6,7	7,3	6,6	2,9	5,6	6,1	6,1				
Brasilien	-3,5	1,0	0,9	1,1	8,7	3,6	4,9	6,0	11,3	12,8	10,6	8,4
Mexiko	2,7	2,6	2,2	2,0	2,8	5,7	3,2	3,2	3,9	4,1	4,8	4,8
Industrieländer	1,6	2,2	2,2	2,0	0,8	1,6	1,6	1,9	5,9	5,3	5,1	4,9
Schwellenländer	5,0	5,6	5,4	5,2	3,0	3,4	3,9	4,4	5,3	5,4	5,2	4,9
Welt	3,5	4,2	4,1	3,9	2,1	2,7	2,9	3,4	5,6	5,4	5,1	4,9

Quellen: Nationale statistische Ämter; DIW Wintergrundlinien 2017.

© DIW Berlin 2017

## USA: Aufschwung setzt sich fort

Die US-Wirtschaft ist im dritten Quartal des laufenden Jahres um annualisiert 3,3 Prozent gewachsen. Sowohl der private Konsum als auch die Unternehmensinvestitionen haben sich deutlich erhöht. Auch vom Außenhandel kamen positive Impulse. Die Aufwärtsdynamik der US-Wirtschaft bleibt auch im Prognosezeitraum bestehen. Der private Konsum wird wohl merklich zulegen, auch wenn die mittlerweile niedrige Sparquote nicht mehr weiter zurückgehen dürfte. Die kontinuierliche Verbesserung der Lage am Arbeitsmarkt stützt den privaten Verbrauch. In den vergangenen drei Monaten wurden durchschnittlich 170 000 neue Stellen geschaffen; die Arbeitslosenquote lag im November nur noch bei 4,1 Prozent. Vor diesem Hintergrund sind etwas deutlichere Lohnerhöhungen als in den vergangenen Jahren zu erwarten. Gegen Ende des Prognosezeitraums dürften sich erste Knappheiten auf dem Arbeitsmarkt bemerkbar machen.

Die Unternehmen werden im Zuge einer steigenden Kapazitätsauslastung ihre Investitionen ausweiten. Da sich die wirtschaftliche Lage kontinuierlich verbessert, dürfte die US-Notenbank ihren Expansionsgrad langsam verringern. So hat die Notenbank im laufenden vierten Quartal mit der allmählichen Reduzierung ihrer Anleihebestände begonnen. Aufgrund vorerst niedriger Inflationsraten werden die Zinsen aber zunächst nur langsam erhöht.

Das Defizit der öffentlichen Haushalte wird sich im Zuge von Steuersenkungen wohl ausweiten. Es wird davon ausgegangen, dass der Kongress der von der Regierung eingebrachten Steuerreform bis zum Ende des laufenden Jahres abschließend zustimmen wird, nachdem der Senat den Entwurf Anfang Dezember gebilligt hatte; davon dürften vor allem Haushalte mit höheren Einkommen profitieren. Auch die effektive Steuerbelastung für Unternehmen wird zurückgehen. Unterstellt wird hier, dass von der Steuerreform eine geringe stimulierende Wirkung auf das Wirtschaftswachstum ausgehen wird. Alles in allem dürfte die US-Wirtschaft im Jahr 2017 um 2,3 Prozent zulegen. In den Jahren 2018 und 2019 wird die Wachstumsrate wohl bei 2,5 und 2,4 Prozent liegen.

## Japan: Exporte tragen Aufschwung

Japans Wirtschaft ist im dritten Quartal um 0,3 Prozent gewachsen, nach 0,6 Prozent im Vorquartal. Den Aufschwung tragen in erster Linie die Exporte, die wiederum von der Belebung der Weltwirtschaft und der Schwäche des Yen profitieren. Vor allem die Ausfuhren von Kraftfahrzeugen und Elektronik in die USA und den südost-

Kasten 1

### Rohölmarkt bei moderaten Preisen im Gleichgewicht<sup>1</sup>

Nach Tiefstständen von unter 30 US-Dollar pro Fass Brent-Öl zu Beginn des Jahres 2016 hat sich der Preis seitdem im Wesentlichen in einem Korridor zwischen 40 und 60 US-Dollar pro Fass bewegt. Im Zuge zunehmender politischer Spannungen im Nahen Osten und der kräftigeren Weltkonjunktur folgt er aber seit den Sommermonaten einem steigenden Trend und überschritt Ende Oktober die Marke von 60 US-Dollar. Dabei ist der Markt trotz der zuletzt im Zuge der wachsenden Weltwirtschaft gestiegenen globalen Nachfrage nach Erdöl weiterhin gut versorgt. Der wesentliche Grund dafür ist die sich auf hohem Niveau befindliche Förderung von US-Schieferöl, durch die sich die Gesamtförderung von Rohöl in den USA historischen Höchstständen nähert. Begünstigt durch Effizienzgewinne im Schieferölsektor ist dessen Förderung offenbar auch bei den aktuell moderaten Ölpreisen attraktiv.

Die US-Schieferölförderung stellt aufgrund ihrer im Vergleich zur konventionellen Fördertechnologie hohen Flexibilität weiterhin eine Komponente des globalen Angebots dar, die neben den strategischen Produzenten der OPEC kurzfristig auf Preisänderungen reagieren kann. Dadurch wird die Marktmacht der OPEC merklich eingeschränkt.<sup>2</sup>

Um einzuschätzen, welche Preiseffekte weitere Effizienzsteigerungen im Schieferölsektor haben können, werden mithilfe des OILMOD-E-Modells<sup>3</sup> des DIW Berlin Szenarien

<sup>1</sup> Vgl. für eine ausführlichere Analyse Aleksandar Zaklan, Dawud Ansari und Claudia Kemfert (2017): Rohöl: Marktdaten und Simulationen deuten auf stabiles Gleichgewicht hin. DIW Wochenbericht Nr. 48, 1098 – 1104 (online verfügbar).

<sup>2</sup> Vgl. Aleksandar Zaklan und Claudia Kemfert (2016): Rohölmarkt: US-amerikanisches Schieferöl schwächt Marktmacht der OPEC. DIW Wochenbericht Nr. 19, 429-433 (online verfügbar).

<sup>3</sup> Vgl. Zaklan, Ansari und Kemfert (2017), a. a. O. Vgl. auch Dawud Ansari (2017): OPEC, Saudi Arabia, and the Shale Revolution: Insights

asiatischen Raum konnten deutlich zulegen. Während die Investitionen der Unternehmen leicht höher ausfielen, haben die privaten Haushalte ihre Konsumausgaben nicht ausgeweitet. Verantwortlich dafür waren in erster Linie geringe Lohnsteigerungen. Trotz diverser Konjunkturpakete und sehr lockerer Geldpolitik der vergangenen Jahre hat sich bisher kein nachhaltiger Inflationsdruck aufgebaut.

Bei einer kräftigen Auslandskonjunktur dürften sich die Exporte weiter positiv entwickeln. Dabei werden die Arbeitskräfte aber immer knapper, weil die Bevölkerung

kurzfristiger Marktentwicklungen simuliert. OILMOD-E ist ein numerisches partielles Gleichgewichtsmodell, welches Fördermengen, Verbrauch und Marktpreise als Ergebnis der oligopolistischen Interaktion der Produzenten ermittelt.<sup>4</sup> Die Szenarien untersuchen unter anderem den möglichen Preiseffekt einer weiteren Expansion der US-Schieferölindustrie. Es wird ein vierteljährlicher Preiskorridor zwischen dem 1. Quartal 2018 und dem 4. Quartal 2019 simuliert, der sich durch eine gleichzeitige Kostensenkung und Kapazitätserweiterung der US-Schieferölförderung von bis zu 20 Prozent ergibt (Abbildung).

Ohne eine weitere Expansion des US-Schieferölsektors ergibt sich aus den Simulationen ein Pfad, der einen leichten Rückgang der Ölpreise – um etwa fünf US-Dollar – anzeigt. Der Verlauf deckt sich damit weitgehend mit der für diese Prognose angenommenen Ölpreisentwicklung, die aus Futures-Kursen abgeleitet wird.

Eine Ausdehnung der Schieferölförderung würde dagegen niedrigere Ölpreise nach sich ziehen. Jedoch ist selbst bei einer starken Expansion der Schieferölförderung mit nur geringen Preiseffekten zu rechnen, da die OPEC ihre Fördermengen zurückschrauben dürfte, um den Preis zu stabilisieren („strategische Kompensation“). Eine solche Produktionszurückhaltung wurde bereits im Jahre 2017 weitgehend umgesetzt und soll auch im Jahre 2018 fortgeführt werden.<sup>5</sup> Wenn es der OPEC indes nicht gelänge, eine solche Produktionszurückhaltung durchzusetzen, wäre mit einem stärkeren Rückgang der Ölpreise in Richtung der 40-Dollar-Marke zu rechnen.<sup>6</sup>

Das aktuelle Marktgleichgewicht ist damit recht stabil. Jedoch berücksichtigen die simulierten Preispfade mögliche Verhaltens-effekte auf den Märkten nicht – etwa Spekulation oder Angst-

from Equilibrium Modelling and Oil Politics. Energy Policy 111, 166–178.

<sup>4</sup> Weitere Informationen zu den Energiemarktmodellen am DIW Berlin werden auf der Homepage des DIW Berlin bereitgestellt (online verfügbar).

<sup>5</sup> Vgl. OPEC (2017): OPEC 173rd Meeting Concludes (online verfügbar).

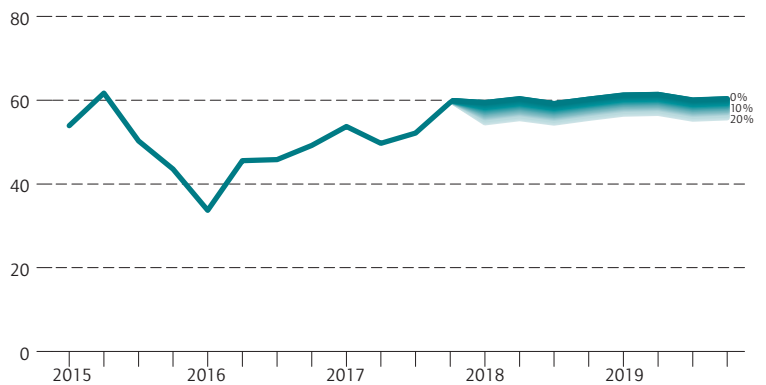
<sup>6</sup> Vgl. Zaklan, Ansari und Kemfert (2017), a. a. O.

im erwerbsfähigen Alter schrumpft. Dies dürfte stärkere Lohnerhöhungen nach sich ziehen, die den Konsum stützen. Die geplante Anhebung der Mehrwertsteuer, die inzwischen auf Herbst 2019 verschoben ist, dürfte aber zum Ende des Prognosezeitraums die Expansion bremsen. Die Investitionen werden anziehen, um durch die weitere Automatisierung der Produktion die Produktivität zu steigern und dem zunehmenden Kostendruck zu begegnen. Insgesamt dürfte das Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr um 1,5 Prozent steigen, im kommenden und übernächsten Jahr werden es wohl jeweils 1,2 Prozent sein.

Abbildung

### Ölpreisentwicklung bis 4. Quartal 2019 im Fall einer US-Schieferölexpansion

Mit Angebotsanpassung der OPEC, in US-Dollar pro Fass



Anmerkungen: Bis zum vierten Quartal 2017 sind beobachtete Marktpreise dargestellt, ab dem ersten Quartal 2018 modellierte Preise. Die Prozentzahlen geben den Grad der Schieferölexpansion an. Zehn Prozent bedeuten zum Beispiel, dass die Förderkosten des US-Schieferöls um zehn Prozent sinken und die Förderung gleichzeitig um zehn Prozent ausgeweitet wird.

U.S. Energy Administration; eigene Berechnungen mit OILMOD-E.

© DIW Berlin 2017

Eine Ausweitung der US-Schieferölproduktion dürfte nur zu moderaten Preissenkungen führen.

käufe –, wie beispielsweise beim jüngsten Preisanstieg Anfang November im Zuge zunehmender politischer Unsicherheit in Saudi-Arabien zu beobachten war. Solche spekulativen Käufe können erhebliche Auswirkungen auf die Spotpreise von Rohöl haben. Insgesamt ist im Prognosezeitraum mit moderaten Rohölpreisen zu rechnen.

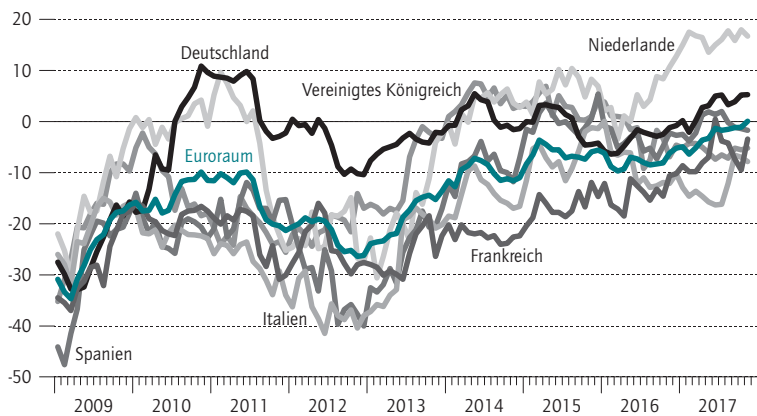
### China: Abbau von Überkapazitäten bremst Expansion

In China hat sich die Produktion im dritten Quartal um 1,7 Prozent erhöht, nach 1,8 Prozent im Vorquartal. Im Zuge höherer Lohnabschlüsse konnte insbesondere der Verbrauch der privaten Haushalte zulegen. Auch der öffentliche Verbrauch wurde kräftig ausgeweitet. Der höhere Kostendruck und die bestehenden Überkapazitäten bremsten die Investitionen in Maschinen. Infolge sinkender Exporte und steigender Importe verschlechterte sich der Außenbeitrag zuletzt.

Abbildung 2

**Konsumentenzuversicht in Europa**

Index, Abweichung vom langfristigen Durchschnitt



Quelle: Europäische Kommission.

© DIW Berlin 2017

Die Zuversicht der VerbraucherInnen im Euroraum trägt maßgeblich zum Aufschwung bei.

Im Prognosezeitraum dürfte sich die Expansion abschwächen. Dies signalisieren für die nähere Zukunft etwa die Einkaufsmanagerindizes der unterschiedlichen Sektoren. Zwar profitieren die Dienstleister von der Transformation zu einem konsumbasierten Wachstumsmodell. Im verarbeitenden Gewerbe dürfte der Abbau der Überkapazitäten bei hochverschuldeten und unproduktiven Staatsunternehmen aber weiter gehen und insgesamt das Wachstum reduzieren. Alles in allem wird das Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr wohl um 6,8 Prozent wachsen, im kommenden und übernächsten Jahr dürften es jeweils 6,5 Prozent sein.

**Euroraum: Flächendeckender Aufschwung**

Im Euroraum wuchs das Bruttoinlandsprodukt im dritten Quartal um 0,6 Prozent und somit ähnlich kräftig wie im ersten Halbjahr. Erneut dürften die verbesserte Lage am Arbeitsmarkt sowie günstige Finanzierungsbedingungen die Binnennachfrage gesteigert haben. Sowohl der private Verbrauch als auch die Investitionen haben die Konjunktur gestützt.

In den kommenden Quartalen dürfte der private Verbrauch im Zuge des anhaltenden Beschäftigungsaufbaus den Aufschwung tragen. Hierauf deutet eine weiterhin hohe Konsumentenzuversicht in den größeren Mitgliedsstaaten hin (Abbildung 2). Die Nominallohne werden im Zuge der steigenden Beschäftigung im spä-

teren Prognosezeitraum wohl merklicher zulegen als in den vergangenen Jahren. Bei gleichzeitig nur moderatem Preisanstieg dürften damit auch die real verfügbaren Einkommen steigen. Die weiterhin bestehende Unterauslastung des Kapitalstocks dürfte jedoch die Investitionstätigkeit belasten. In einigen Ländern hat sich das Umfeld allerdings aufgrund politischer Maßnahmen leicht aufgehellt. So wurde etwa in Frankreich eine auf Investitionsförderung ausgelegte Steuerreform verabschiedet, die zu Beginn des kommenden Jahres in Kraft treten wird. Auch in den Niederlanden sieht die Koalitionsvereinbarung der neuen Regierung investitionsfördernde Maßnahmen vor. Die Entwicklung der Weltwirtschaft stützt die Exporte weiterhin, obwohl der gestiegene Außenwert des Euro die Nachfrage nach europäischen Waren und Dienstleistungen etwas dämpft.

Die Inflationsrate bleibt weiterhin niedrig, auch wenn die Ankündigung der Europäischen Zentralbank im Oktober expansiv war und den Preisauftrieb etwas verstärken dürfte (Kasten 2). Trotz der auch im weiteren Verlauf insgesamt expansiven Ausrichtung der Geldpolitik – unterstellt ist eine Rückführung der Nettoankäufe im kommenden Jahr sowie eine erste moderate Zinserhöhung im zweiten Quartal 2019 – dürfte die Inflationsrate im Prognosezeitraum unter der seitens der EZB angestrebten Rate von knapp zwei Prozent liegen.<sup>1</sup> Hierzu tragen die in Folge der Euro-Aufwertung zunächst schwache Entwicklung der Einfuhrpreise sowie die weiterhin moderate Entwicklung der Löhne bei. Jedoch dürften eine steigende Auslastung der Kapazitäten und eine leicht anziehende Lohndynamik den Preisauftrieb gegen Ende des Prognosezeitraums etwas erhöhen.

Für das Jahr 2017 ist ein Anstieg des Bruttoinlandsproduktes um 2,4 Prozent zu erwarten. Im Jahr 2018 dürfte die Wirtschaft um 2,1 Prozent und im Jahr 2019 um 1,7 Prozent wachsen.

**Vereinigtes Königreich: Steigende Preise und moderate Lohnentwicklung bremsen privaten Konsum**

Im Vereinigten Königreich wuchs das Bruttoinlandsprodukt im dritten Quartal um 0,4 Prozent und damit in ähnlichem Tempo wie in der ersten Jahreshälfte. Zwar legte der private Verbrauch kräftiger als zu Jahresbeginn

<sup>1</sup> Zu den konjunkturellen Auswirkungen unterschiedlicher Ausstiegspfade vergleiche Marius Clemens, Stefan Gebauer und Malte Rieth (2017): Frühzeitiger Ausstieg der EZB aus dem Anleihekaufprogramm dürfte Wachstum und Inflation bremsen. DIW Wochenbericht 49, 1136-1143 (online verfügbar, abgerufen am 7. Dezember 2017). Dies gilt auch für alle anderen Online-Quellen dieses Berichts, sofern nicht anders vermerkt).

Kasten 2

**Analyse der EZB-Entscheidung vom Oktober im Rahmen eines allgemeinen Gleichgewichtsmodells**

Die Europäische Zentralbank hat am 26. Oktober 2017 angekündigt, den Ankauf von Vermögenswerten von derzeit 60 Milliarden Euro pro Monat ab Januar 2018 auf 30 Milliarden Euro zu halbieren. Obwohl eine Reduktion der Ankäufe im Vorfeld der Sitzung erwartet worden war, lassen die Reaktionen der Finanzmärkte darauf schließen, dass die Märkte eine noch stärkere Rücknahme des Expansionsgrads erwartet hatten: In direkter Reaktion auf die Ankündigung fielen die durchschnittlichen Renditen auf Staatsanleihen im Euroraum mit einer Laufzeit von zehn Jahren um rund sieben Basispunkte und der Euro verbilligte sich gegenüber dem Dollar um rund zwei Eurocent. Vor allem scheinen die Finanzmärkte im Vorfeld der Sitzung von konkreteren Aussagen bezüglich der Dauer der Reinvestitionsphase nach Beendigung der Ankaufphase ausgegangen zu sein. Die Tatsache, dass die EZB diesen Punkt vorerst offen gelassen hat, wurde offensichtlich als expansiver Politikimpuls gewertet.

Die konjunkturellen Wirkungen dieses Impulses werden hier anhand eines für den Euroraum kalibrierten dynamischen stochastischen allgemeinen Gleichgewichtsmodells abgeschätzt. Ein solches Modell berücksichtigt die Erwartungsbildung der Wirtschaftsakteure und erlaubt damit eine Quantifizierung, wie sich Ankündigungen zur zukünftigen EZB-Geldpolitik auswirken.<sup>1</sup> Konkret wird hier simuliert, welche gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen eine Veränderung der Erwartungen hinsichtlich des Ausstiegskurses aus dem Anleihekaufprogramm hat, die konsistent mit einem Rückgang der durchschnittlichen Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum um sieben Basispunkte im Moment der geldpolitischen Ankündigung ist.

Die Simulation ergibt, dass die langfristigen Zinsen – nach dem unmittelbaren Rückgang um sieben Basispunkte im laufenden Quartal – auch in den kommenden Jahren niedriger bleiben, als sich bei dem von den Märkten ursprünglich erwarteten Ausstiegspfad ergeben hätte (Abbildung). Dies spiegelt wider, dass die Märkte jetzt eine längere und langsamere Rückführung des Anleihebestands der Europäischen Zentralbank für wahrscheinlich halten als vor der Oktober-Sitzung.

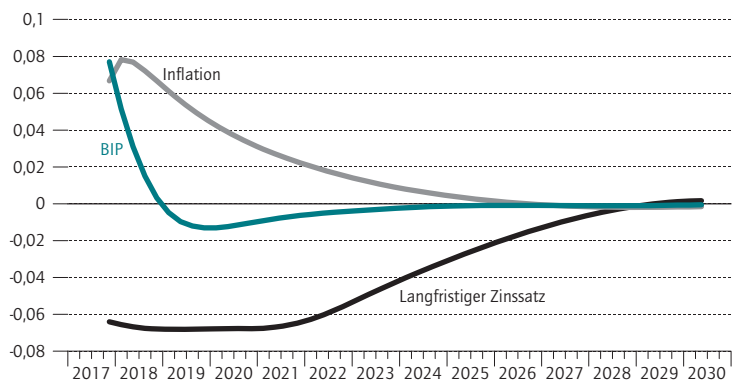
Im Umfeld niedrigerer Zinsen expandiert das reale Bruttoinlandsprodukt bereits im vierten Quartal des laufenden Jahres um 0,08 Prozentpunkte kräftiger als ohne den expansiven Impuls. Auch die Inflationsrate liegt um 0,07 Prozentpunkte über dem Wert, den sie erreicht hätte, wenn die Märkte von der EZB-Ankündigung nicht positiv überrascht worden wären. Die höhere

<sup>1</sup> Siehe Marius Clemens, Stefan Gebauer und Malte Rieth (2017): Frühzeitiger Ausstieg der EZB aus dem Anleihekaufprogramm dürfte Wachstum und Inflation bremsen. DIW Wochenbericht 49, 1136-1143 (online verfügbar).

Abbildung

**Makroökonomische Reaktion auf die EZB-Entscheidung im Oktober in der Simulation**

Abweichung zum Basisszenario in Prozentpunkten, nach Quartalen



Quelle: Eigene Berechnungen.

© DIW Berlin 2017

Inflation und Wachstum steigen im Zuge der geldpolitischen Entscheidung, die Zinsen bleiben langfristig niedrig.

Preisdynamik wirkt allerdings konjunkturendämpfend, so dass sich der positive Effekt auf das Wachstum nur etwa ein Jahr hält und das Expansionstempo danach sogar leicht schwächer ausfällt als ohne den durch die Oktober-Sitzung der Europäischen Zentralbank gesetzten positiven Impuls.

Alles in allem dürfte das jahresdurchschnittliche Wachstum des Euroraums in den Jahren 2018 und 2019 um jeweils knapp einem Zehntel-Prozentpunkt höher liegen als bei dem ursprünglich erwarteten Ausstiegspfad. Die Inflationsrate wird durch den expansiven Impuls in diesen Jahren jeweils um einen Viertel-Prozentpunkt angehoben.

zu,<sup>2</sup> und auch vom Wohnungsbau und den Unternehmensinvestitionen gingen stärkere Impulse aus. Allerdings war der Außenhandelsbeitrag aufgrund merklich gestiegener Einfuhren von Waren und Dienstleistungen negativ.

Insgesamt präsentiert sich der Arbeitsmarkt weiterhin robust. So dürfte sich der Beschäftigungsaufbau in den kommenden Quartalen – wenn auch weniger stark als zuletzt – fortsetzen, und die Arbeitslosenquote im Prognosezeitraum nur leicht über ihrem derzeit niedrigsten Niveau seit 1975 liegen. Die gute Lage auf dem Arbeitsmarkt schlägt sich jedoch nur bedingt in steigenden Löhnen nieder, da vorwiegend Beschäftigung im Niedriglohnsektor aufgebaut wird und eine anhaltend schwache Produktivität die Lohnentwicklung dämpft. In den kommenden Monaten dürfte daher ein anhaltend kräftiger Anstieg der Konsumentenpreise bei gleichzeitig moderaten Nominallohnzuwächsen den privaten Konsum bremsen.

Auch die Investitionen werden aufgrund einer leicht restriktiveren Geldpolitik und der anhaltend hohen Unsicherheit mit Blick auf den Verlauf der Brexit-Verhandlungen kaum zum Wachstum beitragen, obwohl hier unterstellt wird, dass es zu keinen disruptiven Veränderungen des Verhältnisses zwischen Europäischer Union und Großbritannien kommt. Es wird also angenommen, dass entweder der Austrittsprozess abgebrochen wird oder ein Anschlussvertrag vereinbart wird, der insbesondere den handels- und investitionspolitischen Status quo weitgehend erhält, wofür auch die seit Anfang Dezember beobachtbare Annäherung zwischen der EU und der britischen Regierung spricht. Lediglich vom Außenhandel sind – begünstigt durch die anhaltende Erholung im Euroraum und den weiterhin geringen Außenwert des Pfund – positive Impulse zu erwarten. Im späteren Prognosezeitraum dürften vor allem ein allmählicher Rückgang der politischen Unsicherheit sowie ein geringerer Preisauftrieb den privaten Verbrauch und die Investitionstätigkeit wieder beleben.

Die britische Wirtschaft dürfte im laufenden Jahr um 1,5 Prozent expandieren. Im kommenden Jahr ist mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 1,4 zu rechnen, für 2019 wird ein Wachstum von 1,5 Prozent erwartet.

### Mittel- und Osteuropa: Dynamischer Aufschwung hält an

In Mittel- und Osteuropa hat sich die dynamische Entwicklung der Volkswirtschaften im dritten Quartal

beschleunigt. Haupttreiber war in den meisten Ländern der private Konsum. Dieser wurde unter anderem in Rumänien durch Steuererleichterungen zusätzlich angeheizt, sodass im dritten Quartal 2017 die Wachstumsrate des rumänischen Bruttoinlandsprodukts um 2,6 Prozent – der höchsten Rate in der EU – stieg. Im weiteren Verlauf werden die Sondereffekte ausklingen.

Der Konsum dürfte aber der Haupttreiber bleiben: Die wirtschaftliche Belebung in der Region geht einher mit einer deutlich und kontinuierlich sinkenden Arbeitslosenquote. Der Anstieg der Verbraucherpreise hat sich zuletzt in Rumänien deutlich beschleunigt, blieb aber noch im Zielkorridor. Anderenorts stieg die Inflationsrate moderat. Dementsprechend haben die Zentralbanken ihre Zinssätze beibehalten; nur in Tschechien, wo die Inflation im oberen Teil des Korridors liegt, wurde der Leitzins leicht angehoben. Die Investitionsbedingungen bleiben in der Region vorerst günstig. Mit Anlaufen der neuen Förderperiode werden die Länder voraussichtlich wieder höhere Mittel aus den EU-Investitionsfonds abrufen. Insgesamt dürften die Investitionen etwas an Fahrt gewinnen. In dieses Bild passt, dass in Tschechien und Polen der Einkaufsmanagerindex weiter über der Expansionsschwelle liegt und in Tschechien sogar zuletzt deutlich zulegte.

Die Exporte profitieren von der wachsenden Auslandsnachfrage; dämpfend wirkt in Tschechien jedoch die merkliche Aufwertung der Krone gegenüber dem Euro. Aufgrund der anziehenden Inlandsnachfrage dürften die Importe zulegen. Insgesamt dürfte das Wachstum in Mittel- und Osteuropa nach der mit 4,6 Prozent äußerst dynamischen Entwicklung in diesem Jahr in den beiden Folgejahren bei 3,5 beziehungsweise 3,3 Prozent liegen.

### Russland: Aufschwung gerät etwas ins Stocken

In Russland ist das Bruttoinlandsprodukt in den ersten drei Quartalen 2017 im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 1,6 Prozent gewachsen. Der private Konsum und die Investitionen dürften wohl etwas zugelegt haben. Die Importe haben nach einer bereits im zweiten Quartal nominal starken Steigerung auch im dritten Quartal stärker als die Exporte zugenommen. Der Anstieg der Industrieproduktion hat sich verlangsamt. Im weiteren Verlauf dürfte die Konsumtätigkeit angesichts der rückläufigen Preissteigerungsrate und sinkender Arbeitslosenquote stützend wirken. Hierfür spricht auch, dass sich das Konsumentenvertrauen im dritten Quartal verbessert hat.

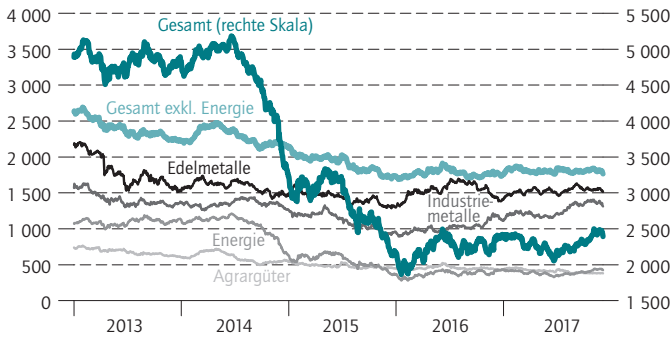
Die russische Zentralbank hat den Leitzins Ende Oktober erneut leicht gesenkt und damit der rückläufigen Preissteigerung Rechnung getragen. Die Investitionen

<sup>2</sup> Hierfür dürften jedoch unter anderem Nachholeffekte bei Kfz-Käufen verantwortlich gewesen sein, nachdem diese im zweiten Quartal aufgrund einer Erhöhung der Kfz-Steuer im April spürbar rückläufig gewesen waren.

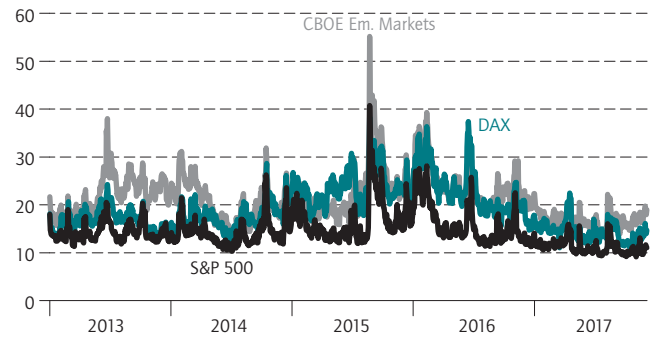
Abbildung 3

Indikatoren zum weltwirtschaftlichen Umfeld

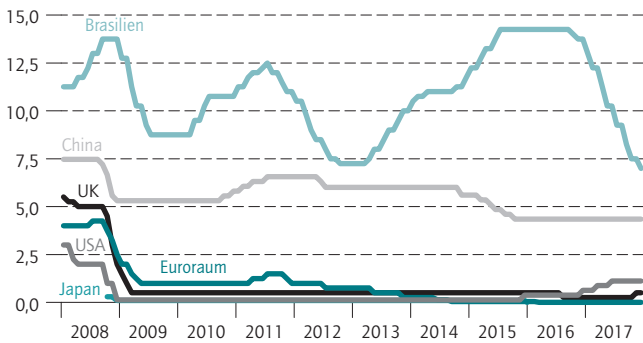
1. S&P Goldman Sachs Commodity Index  
Total return, US-Dollar



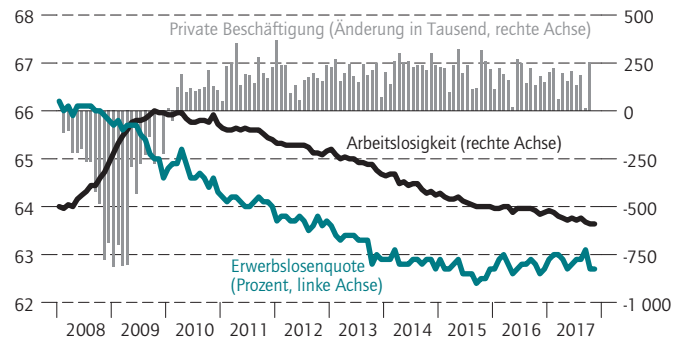
2. Implizite Volatilität  
Indexpreis



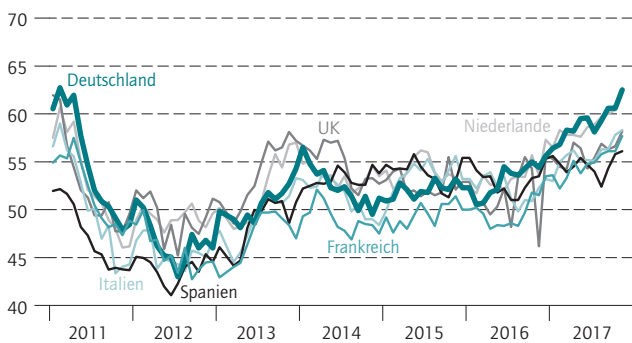
3. Leitzinsen  
In Prozent



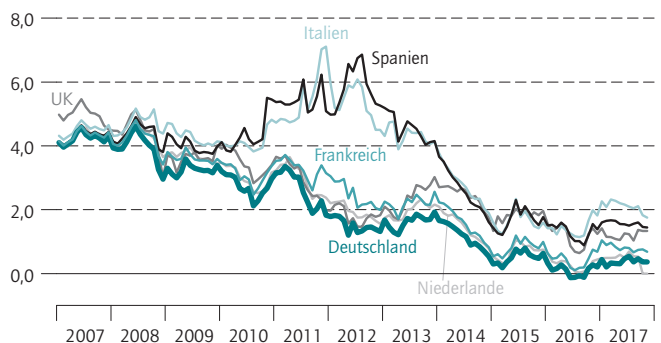
4. USA: Arbeitsmarktsituation  
Monats-/Quartalsdaten, saisonbereinigt



5. Einkaufsmanagerindizes in Europa  
Punkte, verarbeitendes Gewerbe



6. Zehnjahresrenditen-Staatsanleihen Europa  
In Prozent



Quellen: Bloomberg und Bureau of Labor Statistics. Letzte Beobachtung: 6. Dezember (Abbildungen 1 und 2), Dezember (Abbildung 3), November (Abbildungen 4 bis 6).



dürften allmählich zunehmen. Eine weiterhin moderate Gangart legen die Vorlaufindikatoren nahe: So liegen die Einkaufsmanagerindizes im verarbeitenden Gewerbe und für Dienstleistungen zwar über der Expansionsschwelle, sind aber zuletzt gefallen. Der gestiegene

Ölpreis trägt zur Erholung der russischen Wirtschaft bei. Das Bruttoinlandsprodukt dürfte im Jahre 2017 um 1,9 Prozent steigen, in den Folgejahren dann um 1,6 beziehungsweise 1,7 Prozent zulegen.

**Ferdinand Fichtner** ist Leiter der Abteilung Konjunkturpolitik am DIW Berlin | [ffichtner@diw.de](mailto:ffichtner@diw.de)

**Dawud Ansari** ist wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung Energie, Verkehr, Umwelt am DIW Berlin | [dansari@diw.de](mailto:dansari@diw.de)

**Guido Baldi** ist Gastwissenschaftler in der Abteilung Konjunkturpolitik am DIW Berlin | [gbaldi@diw.de](mailto:gbaldi@diw.de)

**Martin Bruns** ist wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung Konjunkturpolitik am DIW Berlin | [mbruns@diw.de](mailto:mbruns@diw.de)

**Marius Clemens** ist wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung Konjunkturpolitik am DIW Berlin | [mclemens@diw.de](mailto:mclemens@diw.de)

**Christian Dreger** ist Forschungsdirektor International Economics am DIW Berlin | [cdreger@diw.de](mailto:cdreger@diw.de)

**Hella Engerer** ist wissenschaftliche Mitarbeiterin in den Abteilungen Konjunkturpolitik und Energie, Verkehr, Umwelt am DIW Berlin | [hengerer@diw.de](mailto:hengerer@diw.de)

**Stefan Gebauer** ist wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung Konjunkturpolitik am DIW Berlin | [sgebauer@diw.de](mailto:sgebauer@diw.de)

**Malte Rieth** ist wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung Makroökonomie am DIW Berlin | [mrieth@diw.de](mailto:mrieth@diw.de)

**Aleksandar Zaklan** ist wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung Energie, Verkehr, Umwelt am DIW Berlin | [azaklan@diw.de](mailto:azaklan@diw.de)

JEL: E32, E66, F01

Keywords: Business cycle forecast, economic outlook

This report is also available in an English version as DIW Economic Bulletin 50/2017:

[www.diw.de/econbull](http://www.diw.de/econbull)





DIW Berlin – Deutsches Institut  
für Wirtschaftsforschung e.V.  
Mohrenstraße 58, 10117 Berlin  
T +49 30 897 89 -0  
F +49 30 897 89 -200  
84. Jahrgang

#### Herausgeberinnen und Herausgeber

Prof. Dr. Tomaso Duso  
Dr. Ferdinand Fichtner  
Prof. Marcel Fratzscher, Ph.D.  
Prof. Dr. Peter Haan  
Prof. Dr. Claudia Kemfert  
Prof. Dr. Lukas Menkhoff  
Prof. Johanna Mollerstrom, Ph.D.  
Prof. Karsten Neuhoff, Ph.D.  
Prof. Dr. Jürgen Schupp  
Prof. Dr. C. Katharina Spieß  
Prof. Dr. Gert G. Wagner

#### Chefredaktion

Dr. Gritje Hartmann  
Mathilde Richter  
Dr. Wolf-Peter Schill

#### Redaktion

Renate Bogdanovic  
Dr. Franziska Bremus  
Rebecca Buhner  
Claudia Cohnen-Beck  
Prof. Dr. Christian Dreger  
Dr. Daniel Kemptner  
Sebastian Kollmann  
Matthias Laugwitz  
Markus Reiniger  
Dr. Alexander Zerrahn

#### Lektorat

Karl Brenke  
Dr. Ferdinand Fichtner

#### Vertrieb

DIW Berlin Leserservice  
Postfach 74  
77649 Offenburg  
leserservice@diw.de  
Tel. (01806) 14 00 50 25  
20 Cent pro Anruf  
ISSN 0012-1304  
ISSN 1860-8787 (Online)

#### Gestaltung

Edenspiekermann

#### Satz

Satz-Rechen-Zentrum, Berlin

#### Druck

USE gGmbH, Berlin

Nachdruck und sonstige Verbreitung –  
auch auszugsweise – nur mit Quellen-  
angabe und unter Zusendung eines  
Belegexemplars an die Serviceabteilung  
Kommunikation des DIW Berlin  
(kundenservice@diw.de) zulässig.

Gedruckt auf 100 % Recyclingpapier.