



# BDI

Bundesverband der  
Deutschen Industrie e.V.

## WACHSTUMSAUSBLICK EUROPA

### Europas Konjunktur hält sich wacker.

### Wachstumsimpulse notwendig

#### Oktober 2016

- **Die Wirtschaft der Europäischen Union dürfte im Jahr 2016 um 1,7 Prozent wachsen, und jene im Euroraum um 1,6 Prozent.** Die Erholung am Arbeitsmarkt stützt den Privaten Konsum, der weiterhin größter Wachstumstreiber bleibt. Die Investitionen kommen nicht recht vom Fleck und liegen unter dem Vorkrisenschnitt. Auf Grund des stockenden Welthandels ist der Beitrag der Nettoexporte zum BIP-Wachstum sogar leicht negativ.
- **Das britische Referendum hat die Märkte vorerst aus der Bahn geworfen und für Volatilität gesorgt.** Die Einbrüche der Börsen sind mittlerweile wieder kompensiert. 2016 dürften die wirtschaftlichen Auswirkungen kaum spürbar sein. Das Pfund Sterling hat seit der Ankündigung des Referendums um rund 20 Prozent abgewertet. Dies dürfte die Exporte der EU-Mitgliedstaaten nach Großbritannien leicht dämpfen. Die langfristigen Effekte werden vom künftigen Status der Handelsbeziehungen abhängen.
- **Die Geldpolitik der EZB stößt zunehmend an ihre Grenzen.** Die unkonventionellen Maßnahmen weisen abnehmende Effekte auf. Ohne Unterstützung der Struktur- und Fiskalpolitik könnte der Impuls der Geldpolitik auf das Wachstum versiegen. Die niedrigen Zinsen helfen beim Abbau der öffentlichen Schulden. Diese dürften von 86,8 Prozent des BIP in 2015 auf 84,4 Prozent in 2016 zurückgehen.
- **Die weltweite Wachstumsschwäche erfordert schon jetzt ein ambitioniertes Gegensteuern der Wirtschaftspolitik.** Die Finanzpolitik muss vorhandene Spielräume nutzen, um Wachstum und Produktivität zu steigern. Auf nationaler Ebene fehlen ergänzende industrie- und innovationspolitische Impulse. Dies kann auch durch drei oder vier große Mitgliedstaaten ohne Vollabstimmung in den EU-Gremien erfolgen.

## Inhaltsverzeichnis

<b>Europas Konjunktur: Mühsam ernährt sich das Eichhörnchen .....</b>	<b>3</b>
Die globale Wirtschaft kühlt sich ab .....	3
Aufschwung, Boom oder Abschwung – wo im Konjunkturzyklus steht Europa? .....	3
<b>Prognoseüberblick Europa 2016 in Prozent .....</b>	<b>4</b>
<b>Erholung am Arbeitsmarkt stärkt den Konsum .....</b>	<b>5</b>
Arbeitslosigkeit sinkt weiter, liegt aber noch über dem Vorkrisenniveau .....	6
Nach wie vor gibt es große Unterschiede bei den Erwerbstätigenquoten .....	7
Wirtschaftsklima trübt sich ein, Produktion und Investitionen bewegen sich seitwärts .....	8
Die großen Weltwährungen driften auseinander .....	10
<b>Die expansive Geldpolitik der EZB stößt an ihre Grenzen .....</b>	<b>11</b>
Finanzstabilität verbessert sich, aber notleidende Kredite bleiben ein Problem .....	11
Inflation liegt seit April im positiven Bereich, bleibt aber niedrig .....	12
Federal Reserve Bank verschiebt die Zinserhöhungen .....	13
Die Kreditvergabe an Unternehmen bleibt entkoppelt vom Geldmengenwachstum .....	14
<b>Haushaltsdefizite gehen zurück, Schuldenstände bleiben hoch .....</b>	<b>15</b>
Öffentliche Konsolidierung schreitet mit großen Länderunterschieden voran .....	15
Wege aus der Verschuldung führen über zukunftsgerichtete Fiskalpolitik und BIP-Wachstum .....	16
<b>Exkurs: Das britische Referendum zeigt Auswirkungen auf die Konjunktur .....</b>	<b>17</b>
Kurzfristig brachen die Aktienkurse ein, erholten sich jedoch wieder .....	17
Schon weit vor dem 23. Juni 2016 wertete das britische Pfund ab .....	18
Wachstumsperspektiven für den Euroraum trüben sich etwas ein .....	18
Langfristig hängen die Konsequenzen von der Ausgestaltung der wirtschaftlichen Beziehungen ab .....	18
<b>Fazit und Perspektiven .....</b>	<b>19</b>
Schlussfolgerungen für die Wirtschaftspolitik .....	19
<b>Quellenverzeichnis .....</b>	<b>21</b>
<b>Impressum .....</b>	<b>22</b>

## Europas Konjunktur: Mühsam ernährt sich das Eichhörnchen

Das Wachstum der europäischen Wirtschaft bleibt stetig. Mit Höhenflügen ist jedoch nicht zu rechnen. Laut Prognosen der Europäischen Kommission (2016) dürfte sich das Wachstum in der EU im Jahr 2016 bei 1,7 Prozent einpendeln. Für 2017 wird ein BIP-Anstieg von 1,4 Prozent erwartet. Die jeweiligen Werte für den Euro-Raum dürften 1,6 bzw. 1,4 Prozent betragen. Auch der Internationale Währungsfonds hat seine Prognosen aktualisiert und sieht die EU bei 1,9 und 1,7 Prozent (2016/17), den Euroraum bei 1,7 und 1,5 Prozent. Damit befindet sich Europa in der Phase des Aufschwungs, aber ein Konjunkturboom scheint nicht in Sicht. Träger des Wachstums sind nach wie vor der Private und Öffentliche Konsum. Für eine substantielle Beschleunigung der wirtschaftlichen Dynamik wäre ein größerer Beitrag der Investitionen nötig. Auch ein dynamischerer Welthandel wäre sicherlich erforderlich.

Wesentliche Treiber der Entwicklungen sind weiterhin die Erholung am Arbeitsmarkt und die lockere Geldpolitik. Die Wirkung des niedrigen Ölpreises lässt hingegen langsam nach. Steigende Beschäftigungs- und sinkende Arbeitslosenzahlen beflügeln den Privaten Konsum und sorgen für eine starke Binnennachfrage in der EU. Der schwache Euro stützt trotz abnehmender Außennachfrage die Exporte, und niedrige Zinsen vergrößern durch geringe Kosten des Schuldendienstes die Handlungsspielräume des öffentlichen Sektors. Wenig Einfluss haben die Niedrigzinsen jedoch noch auf die Unternehmensinvestitionen, die unter der globalen Unsicherheit leiden. Weitere Bremsklötze sind die schleppenden Strukturreformen in den Mitgliedstaaten.

### Die globale Wirtschaft kühlt sich ab

Die Weltwirtschaft kommt nicht vom Fleck. Das Wachstum im Jahr 2015 betrug 3,2 Prozent und dürfte 2016 mit 3,1 Prozent wohl leicht schwächer ausfallen, weil vor allem die US-Wirtschaft hinter den Erwartungen zurückbleiben wird (IWF 2016). Das sind die niedrigsten Werte seit der Krise 2009. In den entwickelten Volkswirtschaften dürfte das BIP in den Jahren 2016 und 2017 um jeweils 1,6 bzw. 1,8 Prozent steigen. Für die USA werden bescheidene Werte von 1,6 und 2,2 Prozent geschätzt. Japan dürfte mit 0,5 Prozent Wachstum in 2016 nur langsam vom Fleck kommen. Die geldpolitischen Maßnahmen der japanischen Notenbank und die finanz- und strukturpolitischen Maßnahme der Regierung Abe zeigen in einem schwierigen Umfeld nur geringe Wirkung. Japans wirtschaftliche Entwicklung verharrt in einem Spektrum von einem halben bis ganzen Prozent an Wachstum in diesem und nächstem Jahr.

Für die Schwellen- und Entwicklungsländern berechnet der IWF dieses und nächstes Jahr Wachstumsraten von 4,2 bzw. 4,6 Prozent. Befürchtungen eines Crashes in China haben sich bis dato noch nicht bewahrheitet. Nach einem BIP-Anstieg von 6,9 Prozent in 2015 dürfte die Wirtschaft in China um 6,5 bis 6,75 Prozent wachsen. Die Transformation von einer investitions- zu einer stärker konsumgetriebenen Ökonomie ist bisher auf gutem Weg, obgleich noch zahlreiche Herausforderungen anstehen. Detaillierte Informationen zu China finden sich im BDI Länderbericht (Deutsch & Müller 2015). Russland steckt 2016 mit einem Rückgang des BIP von rund 0,8 Prozent noch in einer Rezession. 2017 erwartet der IWF wieder ein Wachstum von rund einem Prozent. Für Brasilien sieht es ähnlich aus. 2016 dürfte die Wirtschaft um 3,3 Prozent schrumpfen, bevor sie nächstes Jahr um 0,5 Prozent steigen sollte. Indien bleibt der globale Shootingstar und dürfte 2016 und 2017 um jeweils 7,6 Prozent wachsen.

### Aufschwung, Boom oder Abschwung – wo im Konjunkturzyklus steht Europa?

Abwärtskorrekturen der globalen Konjunktur und das britische Referendum hatten bisher erstaunlich geringe Auswirkungen auf die europäische Wirtschaft. Europäische Kommission, EZB und IWF (alle 2016) haben ihre Prognosen für 2016 und 2017 um rund 0,1 bis 0,3 Prozentpunkte nach unten revidiert. Gute vier Monate nach dem 23. Juni 2016 ist die befürchtete Rezession ausgeblieben. Von einem Höhenflug ist die Konjunktur in der EU jedoch auch noch weit entfernt. Nach leicht ansteigenden Wachstumsraten ab 2013 könnte man für 2016 oder 2017 mit dem Hochpunkt eines typischen Konjunkturzyklus rechnen. Für einen Boom wären die aktuellen Wachstumsraten jedoch auf einem historischen Tief. Die große Frage im Raum lautet nun, ob dies nun das

„New Normal“ ist und wir uns in der viel diskutierten säkularen Stagnation mit langfristig geringem Wachstum befinden.

### Prognoseüberblick Europa 2016 in Prozent

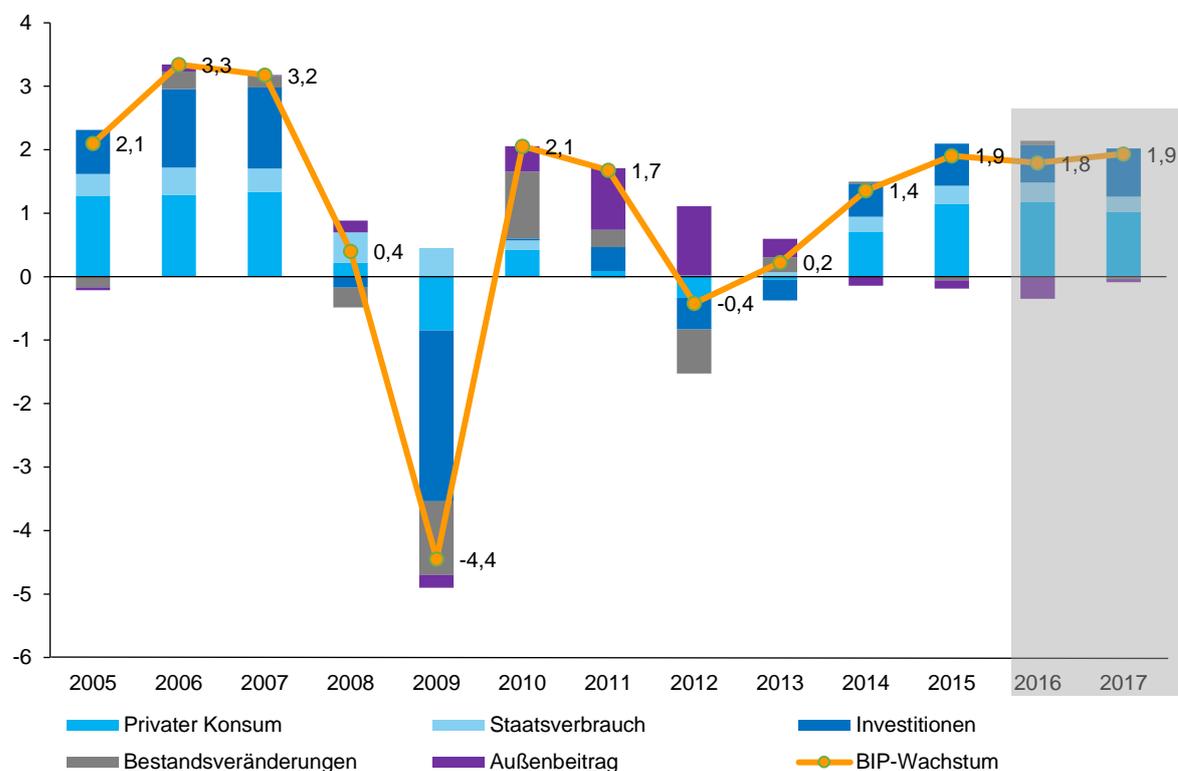
	BIP 2016	BIP 2017	Inflation	Arbeitslosen- rate	Leistungsbi- lanzsaldo
Deutschland	1,6	1,6	0,3	4,6	8,4
Frankreich	1,3	1,7	0,1	10,2	0,6
Italien	1,1	1,3	0,2	11,4	2,3
Spanien	2,6	2,5	-0,1	20,0	1,9
Niederlande	1,7	2,0	0,4	6,4	10,6
Belgien	1,2	1,6	1,7	8,2	0,5
Griechenland	-0,3	2,7	-0,3	24,7	-0,2
Irland	4,9	3,7	0,3	8,2	4,0
Österreich	1,5	1,6	0,9	5,9	3,6
Portugal	1,5	1,7	0,7	11,6	0,9
Slowakei	3,2	3,3	-0,1	10,5	-1,0
Slowenien	1,7	2,3	-0,2	8,6	7,6
Finnland	0,7	0,7	0,0	9,4	0,0
<b>Euroraum</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>0,2</b>	<b>10,4</b>	<b>3,5</b>
Bulgarien	2,0	2,4	-0,7	8,6	1,7
Dänemark	1,2	1,9	0,3	6,0	6,6
Großbritannien	1,8	1,9	0,8	5,0	-4,3
Polen	3,7	3,6	0,0	6,8	-1,8
Rumänien	4,2	3,7	-0,6	6,8	-1,7
Schweden	3,4	2,9	0,9	6,8	5,8
Tschechien	2,1	2,6	0,5	4,5	0,6
Ungarn	2,5	2,8	0,4	6,4	5,4
<b>EU</b>	<b>1,8</b>	<b>1,9</b>	<b>0,3</b>	<b>8,9</b>	<b>2,5</b>

Quelle: Macrobond (Daten der Europäischen Kommission vor dem britischen Referendum)

## Erholung am Arbeitsmarkt stärkt den Konsum

Wie auch schon im Jahr 2015 wird das Wachstum 2016 in der EU hauptsächlich vom Privaten Konsum geprägt. In den Krisenjahren von 2008 bis 2013 gab es kaum Wachstumsimpulse durch den Privaten Konsum und erst 2014 kam es mit der zunehmenden Entspannung am Arbeitsmarkt zu Anstiegen. Seither dominiert er das Wachstum. Der Beitrag der Investitionen entwickelt sich nur langsam und ist wesentlich geringer als in den Vor-krisenjahren. Die dringend benötigte Steigerung der Investitionen hätte neben den kurzfristig konjunkturellen Effekten auch positive Auswirkungen auf die Produktivität und das Wachstumspotenzial. Vom Außenhandel dürften 2016 kaum positive Wachstumsbeiträge ausgehen. Der Welthandel wächst seit der Krise wesentlich langsamer, und das globale Wirtschaftswachstum hat sich ebenfalls verringert. Zusätzlich führen steigende Arbeitseinkommen zu stärkerer Binnennachfrage und damit zu höheren Importen. In Anbetracht der Leistungsbilanzüberschüsse der EU (2,5 Prozent des BIP) und des Euroraums (3,5 Prozent des BIP) ist eine Verringerung dieses Ungleichgewichts durchaus wünschenswert. Insbesondere die Niederlande und Deutschland weisen persistente Überschüsse auf.

### Wachstumsbeiträge in der Europäischen Union



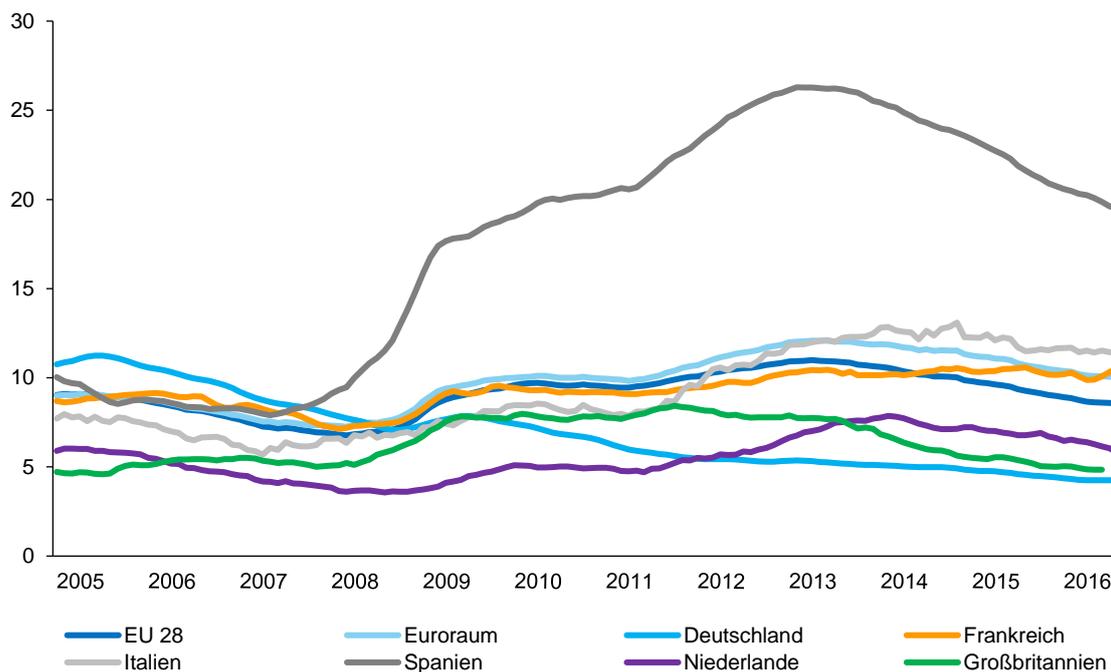
Quelle: Macrobond



### Arbeitslosigkeit sinkt weiter, liegt aber noch über dem Vorkrisenniveau

Die Arbeitslosenrate betrug im Juli 2016 in der EU 8,6 Prozent und im Euroraum 10,1 Prozent. Damit liegen beide Werte deutlich unter ihren Höchstwerten von 11,0 bzw. 12,1 Prozent aus April 2013 und sind seitdem kontinuierlich gesunken. Die Arbeitslosenraten liegen allerdings immer noch beträchtlich über den Vorkrisenwerten von unter sieben Prozent (EU) bzw. unter acht Prozent (Euroraum). Die Entspannung am Arbeitsmarkt hat damit erst die Hälfte des Weges zurückgelegt. Erfreulich ist jedoch, dass mittlerweile in allen großen Ländern der EU die Arbeitslosigkeit abnimmt. Auch in Spanien, dessen Wert bei über 25 Prozent lag, sinkt die Rate seit Ende 2014 ab und liegt im Juli 2016 bei nunmehr 19,6 Prozent. Für die Zukunft ist davon auszugehen, dass sich der Rückgang der Arbeitslosenrate etwas verlangsamen wird. Eine beträchtliche Anzahl von Migrantinnen und Migranten strömt auf die europäischen Arbeitsmärkte. Mangelnde Kenntnisse der jeweiligen Landessprachen und teils niedrige Bildungsstände erschweren die Integration in die Arbeitsmärkte. Für den Euroraum schätzt die EZB (2016), dass sich die Arbeitslosenrate im Jahr 2017 auf 9,9 Prozent und 2018 schließlich auf 9,6 Prozent reduzieren wird. Das Anziehen auf den Arbeitsmärkten führt auch zu Anstiegen der Lohneinkommen. Während das Einkommen je Arbeitnehmer im Jahr 2015 um 1,3 Prozent gestiegen ist, dürfte es 2016 um 1,3 Prozent und in den Jahren danach um 1,8 bzw. 2,2 Prozent ansteigen. Dies steigert den Privaten Konsum in einem beträchtlichen Ausmaß.

#### Arbeitslosenrate in Prozent



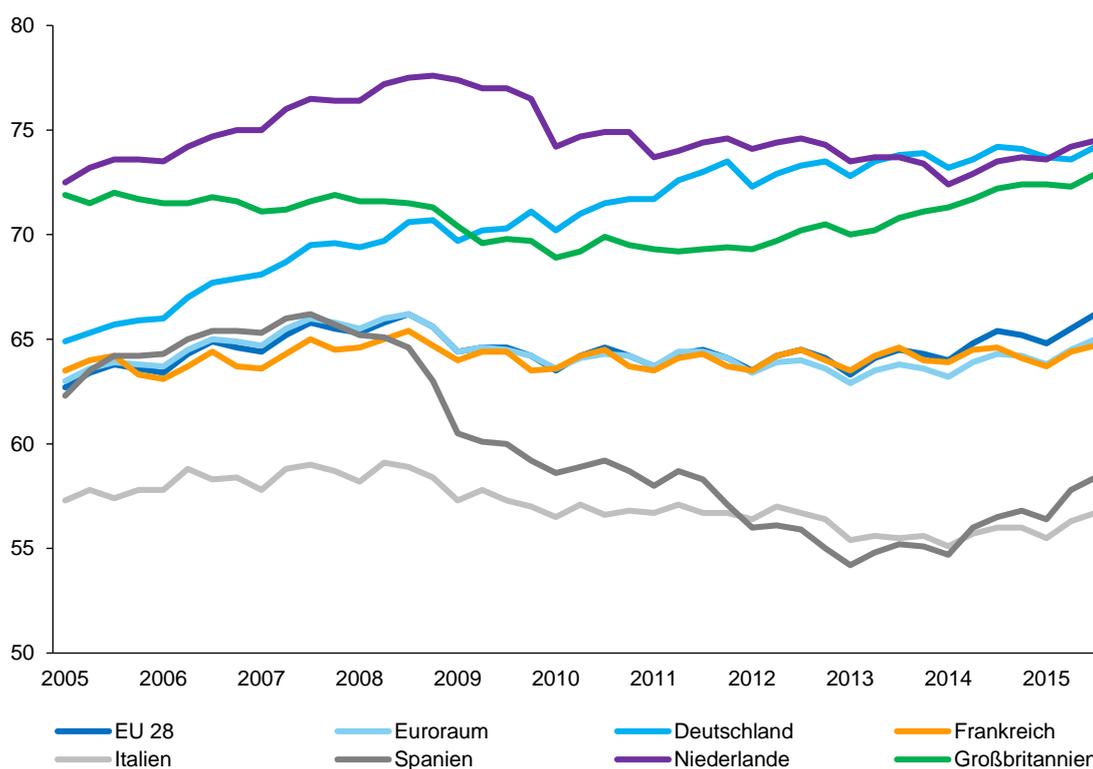
Quelle: Macrobond

### Nach wie vor gibt es große Unterschiede bei den Erwerbstätigenquoten

Während in Deutschland und den Niederlanden knapp 75 Prozent der Personen von 15 bis 64 Jahren erwerbstätig sind, so liegt diese Quote in Spanien und Italien bei rund 57 Prozent. Der Schnitt der EU und des Euroraums liegt auf einem Niveau mit Frankreich bei um rund 65 Prozent. Niedrige Erwerbstätigenquoten stellen eine beträchtliche Herausforderung für den Sozialstaat. Erwerbstätige sorgen für den Erhalt der Personen, die nicht am Erwerbsleben teilnehmen. Die Unterschiede zwischen den großen Mitgliedstaaten sind durch verschiedene Faktoren geprägt. Großen Einfluss haben jedenfalls das Renteneintrittsalter, die damit verbundene Erwerbstätigenquote älterer Arbeitnehmer, aber auch die Beteiligung von Frauen am Arbeitsmarkt. In Zukunft wird die Integration von Migranten eine noch wichtigere Rolle spielen.

In Bezug auf die Erwerbstätigen in absoluten Zahlen meldet Eurostat zuletzt Anstiege in der EU und dem Euroraum von 1,5 bzw. 1,4 Prozent im zweiten Quartal 2016 zum selben Vorjahresquartal. Mit Ausnahme von Kroatien stieg die Zahl der Erwerbstätigen in allen Ländern der EU an. Eine besonders hohe Zunahme verzeichnete erfreulicherweise Spanien mit 2,7 Prozent. In Bezug auf die verschiedenen Wirtschaftsbereiche gab es bis auf die Sparte „Land- und Forstwirtschaft, Fischerei“ in allen Sektoren Zuwächse.

#### Beschäftigungsentwicklung in Europa



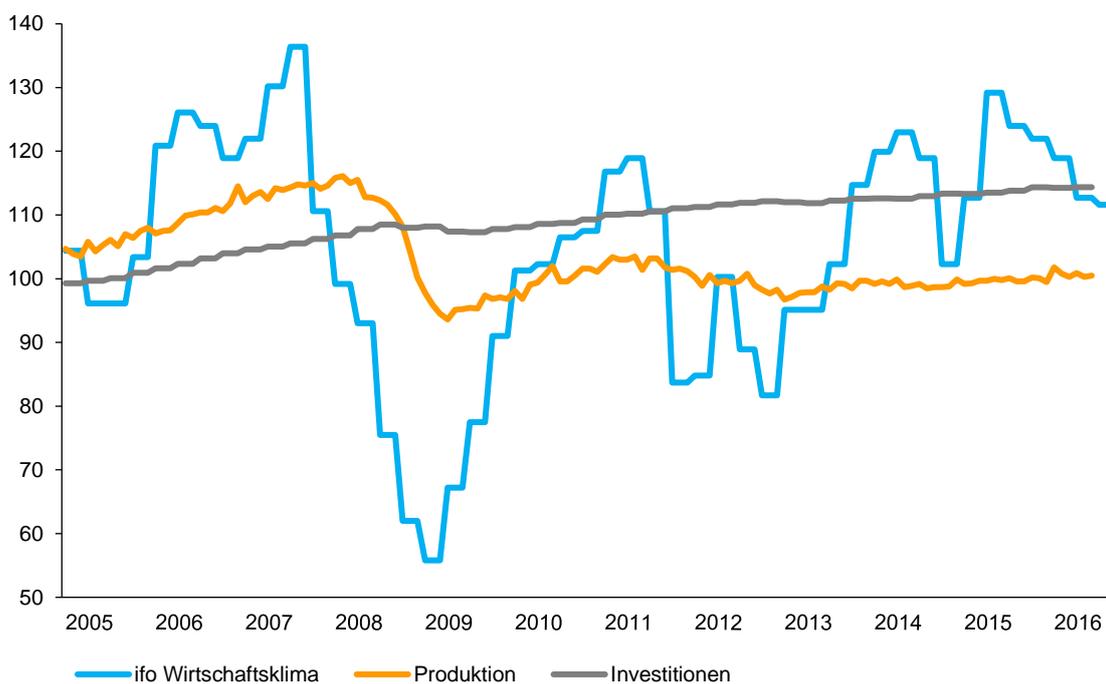
Quelle: Macrobond

### Wirtschaftsklima trübt sich ein, Produktion und Investitionen bewegen sich seitwärts

Der ifo-Indikator für das Wirtschaftsklima im Euroraum ist nach einem zwischenzeitlichen Hoch im dritten Quartal 2015 mit 129,2 Zählern bis zum dritten Quartal 2016 stetig wieder auf einen Wert von 111,6 gefallen (CES ifo 2016). Das entspricht einem Rückgang um rund 14 Prozent. Er liegt damit allerdings immer noch über dem langjährigen Durchschnitt. Der Rückgang spiegelt jedoch die Entwicklungen des letzten Jahres wie die abflauende globale Konjunktur oder das britische Referendum wider.

Die Industrieproduktion im Euroraum bewegte sich im letzten Jahr seitwärts. Im Juli 2016 lag der kalender- und saisonbereinigte Indexwert bei 103,3 Zählern. Das entspricht im Vergleich zum Vorjahresmonat einem Minus von 0,5 Prozent. Eurostat verzeichnete einen Rückgang von 1,2 Prozent bei Investitionsgütern. Energie war der Haupttreiber der negativen Entwicklung und es kam zu einem Einbruch von 5,9 Prozent. Anstiege gab es bei Vorleistungsgütern (0,3 Prozent), Verbrauchsgütern (1,3 Prozent) und vor allem bei Gebrauchsgütern (2,6 Prozent). Dies ist im Hinblick auf die konsumgetriebene Konjunktur nachvollziehbar. Die großen Mitgliedstaaten Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien und Niederlande verzeichneten alle Rückgänge der Industrieproduktion. Positive Wachstumsimpulse mit rund sieben Prozent Anstieg im Vergleich zu Juli 2015 kamen aus Dänemark, Slowenien und Finnland. Irland steigerte den Industrieoutput um fünf Prozent und auch Griechenland konnte, wenn auch von einem niedrigen Niveau aus, die Produktion um über vier Prozent erhöhen.

#### Industriekonjunktur in Euroraum

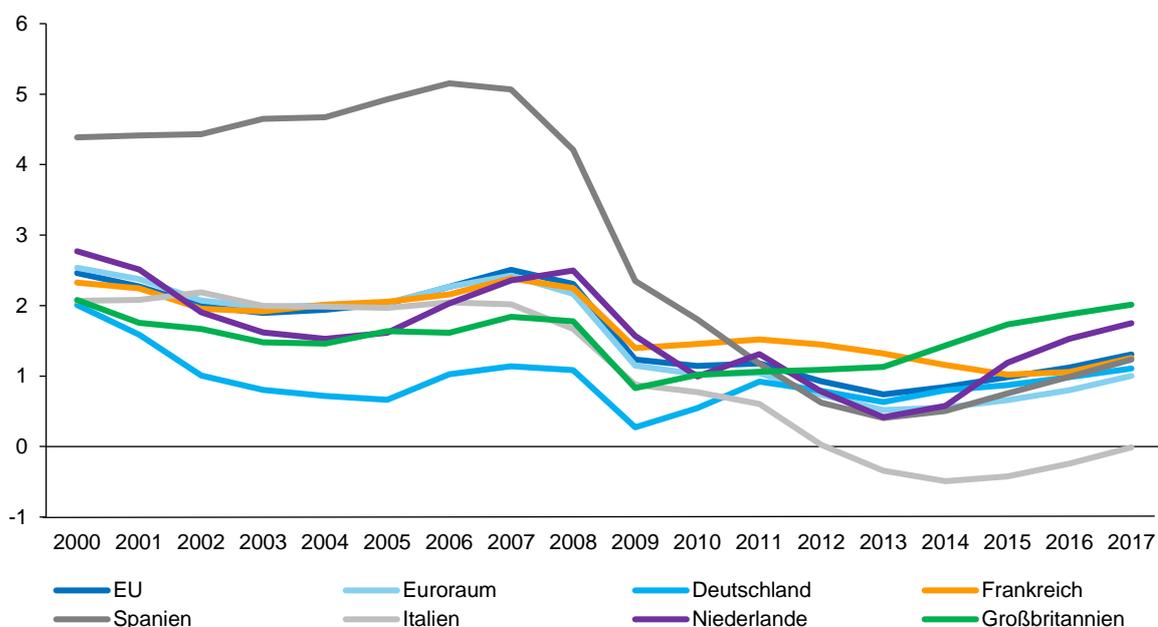


Quelle: Macrobond

Die Bruttoanlageinvestitionen entwickeln sich nur zögerlich. Der kalenderbereinigte Indexwert (2010 = 100) lag im zweiten Quartal 2016 bei 105,2 Zählern. In den letzten Quartalen hat das Wachstum etwas an Dynamik gewonnen, liegt aber immer noch unter den Erwartungen. Auswirkungen des Europäischen Investitionsplans lassen sich nach so kurzer Zeit noch nicht identifizieren. Der Europäische Fonds für Strategische Investitionen ist auch nur ein Puzzleteil zur Belebung der Investitionstätigkeit. Neben der Finanzierungsseite stellen vor allem nicht-finanzielle Faktoren große Investitionsbarrieren dar. Das hohe Ausmaß globaler Unsicherheit, unlängst durch das britische Referendum zusätzlich verstärkt, ist neben mangelnden Strukturreformen in den Mitgliedstaaten ein wesentlicher Hemmschuh.

Das Wachstum des Nettokapitalstocks liegt im Euroraum seit der Krise nur mehr bei rund einem Prozent. Von 2000 bis 2008 wuchs die Kapitalausstattung noch um rund zwei Prozent. Dies entsprach dem stilisierten Faktum von Nicholas Kaldor zum Wirtschaftswachstum, wonach sich der physische Kapitalstock und der Output mittelfristig mit derselben Rate entwickeln. Das unterproportionale Wachstum des Kapitals geht seit 2009 auch mit geringen Anstiegen der Arbeitsproduktivität einher. Das geringe Produktivitätswachstum ist aktuell Gegenstand zahlreicher akademischer und wirtschaftspolitischer Debatten. Einen Überblick mit Fokus auf Deutschland findet sich in einer anderen Studie (Eichert 2016).

### Wachstum des Netto-Kapitalstocks in Prozent



Quelle: Macrobond



In Bezug auf die großen Mitgliedstaaten weist Spanien in den frühen 2000er Jahren überdurchschnittliche Zunahmen des Kapitalstocks auf. Dies ist größtenteils auf nicht nachhaltige Bauinvestitionen zurückzuführen, die schlussendlich zu einer Immobilienblase führten und Spanien tief in die Rezession rissen. Das krisengebeutelte Italien baut seit 2012 seinen Kapitalstock ab und das BIP liegt noch rund sieben Prozent unter dem Vorkrisenlevel. Die Frage der Kausalität bzw. nach der Henne und dem Ei lässt sich wohl nur schwer beantworten. Führt niedriges Wachstum zu geringen Investitionen oder ist der zögerliche Aufbau des Kapitalstocks für den mäßigen BIP-Anstieg verantwortlich? Mit Blick auf die aktuelle Investitionsdiskussion in Europa sollte jedenfalls nicht riskiert werden, langfristig zu de-investieren. Im Konjunkturzyklus ist der Euroraum längst aus der Rezession raus, aber die Investitionen bleiben historisch niedrig. Argumente, dass in Zeiten der Digitalisierung weniger physisches Kapital nötig ist, scheinen auf Grund des schwachen Wachstums der Arbeitsproduktivität nur bedingt glaubwürdig.

## Die großen Weltwährungen driften auseinander

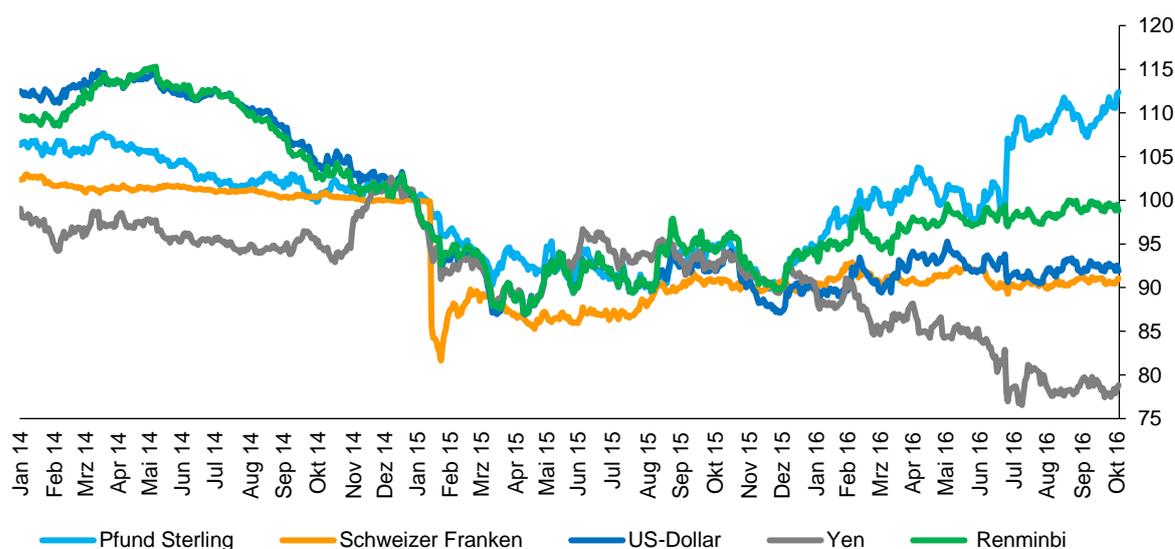
Im Jahr 2016 bewegten sich die großen globalen Währungen nach der Aufwertung des Schweizer Franken im Januar weitgehend im Gleichklang. Anfang 2016 kam es erstens zu einer massiven Abwertung des britischen Pfunds. Die Märkte preisten antizipierte Effekte des britischen Referendum bereits zu Beginn des Jahres ein und die Talfahrt des Pfunds begann. Das Votum am 23. Juni 2016 führte zu einer weiteren massiven Abwertung, sodass das Pfund Sterling im Vergleich zum Euro seit Ende 2015 rund 20 Prozent verlor. Zweitens hat der Renminbi etwas abgewertet. Dies ist auf die Abkoppelung vom Dollar und die nunmehr stärker marktgetriebene Wechselkursbildung zurückzuführen. Zuvor war die chinesische Währung durch Interventionen der Zentralbank unterbewertet, um den Außenhandel zu stärken. Drittens hat der Yen nominell zum Euro stark aufgewertet. Dies ist zu einem wesentlichen Teil der expansiven Geldpolitik der EZB geschuldet.

Die US-amerikanische Währung notiert zum Euro seit Beginn des Jahres mit etwas Volatilität bei rund 1,12 US-Dollar pro Euro. Das Quantitative Easing im Euroraum würde eine Abwertung des Euros begünstigen, dieser Effekt wird jedoch durch schwächer als erwartete Wirtschaftsdaten in den USA kompensiert. Anfang des Jahres wurden nach einer Leitzinserhöhung im Dezember 2015 noch weitere Anstiege vermutet, diese blieben jedoch aus. Der Kurs des Schweizer Franken entwickelt sich ebenfalls weitgehend konstant.

Die Euroschwäche gegenüber den meisten Währungen nützt der Exportwirtschaft im Euroraum nach wie vor, auch wenn es mit Ausnahme zum Yen seit 2016 zu keinen weiteren Abwertungen mehr kam. Merkliche Einbrüche wird es jedoch bei den Ausfuhren nach Großbritannien geben. Die EZB (2016) schätzt im September, dass die Euroraum-Exporte 2016 um 2,6 Prozent steigen werden. Im Juni ging man noch von einem Wachstum von 3,2 Prozent aus. Im Jahr 2015, als die Effekte der expansiven Geldpolitik auf den Wechselkurs voll durchschlugen, stiegen die Exporte um 6,1 Prozent an. Der Leistungsbilanzüberschuss 2016 dürfte trotz nachlassender Effekte bei rund 3,5 Prozent des BIP liegen.

Der nominale und reale effektive Euro-Wechselkurs ist seit Beginn des Jahres gegenüber den zwölf wichtigsten Weltwährungen um rund 1,8 Prozent gestiegen. Das spiegelt das solide wirtschaftliche Wachstum des Euroraums und die enttäuschende Entwicklung in anderen Volkswirtschaften wider. Es ist davon auszugehen, dass der positive Effekt auf die preisliche Wettbewerbsfähigkeit weiter zurückgehen wird.

### Nominale Wechselkurse



Quelle: Macrobond, 01.01.2015=100

## Die expansive Geldpolitik der EZB stößt an ihre Grenzen

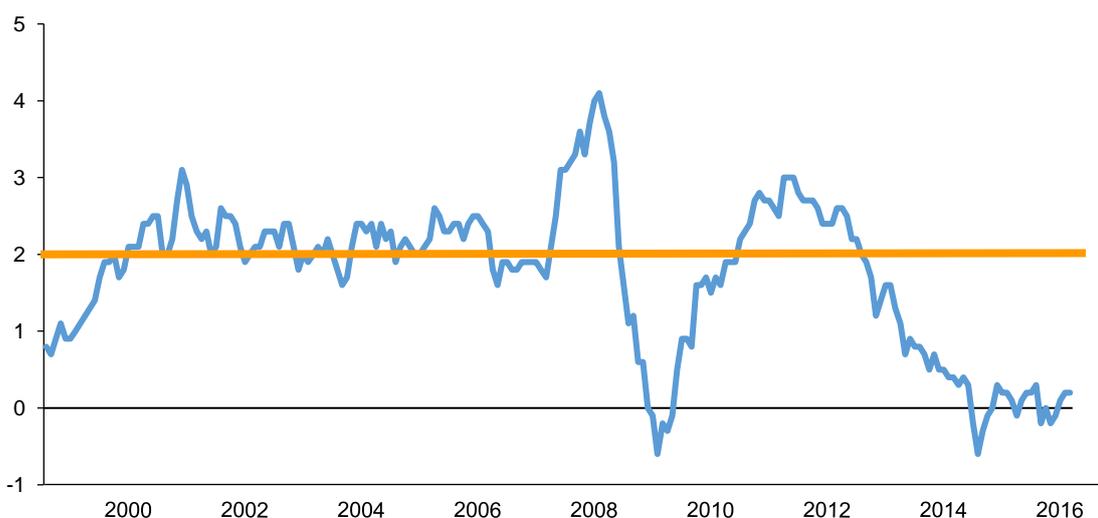
Am 10. März hat die EZB vor dem Hintergrund wieder sinkender Preise und der lahmenen Wirtschaft im Euro-Raum ihre Geldpolitik weiter gelockert. Die monatlichen Anleihekäufe wurden von 60 auf 80 Milliarden Euro ausgedehnt und auf Unternehmensanleihen mit hoher Qualität ausgeweitet. Der Leitzins wurde von 0,05 auf null Prozent gesenkt. Die Einlagenzinsen sind von minus 0,3 auf minus 0,4 Prozent reduziert worden. Zusätzlich wurde die Refinanzierungsoption TLTRO II (Targeted Longer-Term Refinancing Operation) mit einer Laufzeit von vier Jahren beschlossen.

### Finanzstabilität verbessert sich, aber notleidende Kredite bleiben ein Problem

Das Maßnahmenpaket wird vor allem Ländern mit Problemen im Bankensektor (Italien, Portugal, Spanien) helfen. Stabilitätsrisiken und Panikattacken auf Bankanleihen dürften sich auf Grund der günstigen Refinanzierungsmöglichkeiten reduzieren. Zudem hilft das Programm beim mittelfristigen Abbau notleidender Kredite in den Bankenbilanzen, indem das Zeitfenster dafür verlängert wird. Vor allem Italien leidet noch stark unter faulen Krediten, wie unter anderem die Diskussion um die Banca Monte Siena dei Paschi und den italienischen Rettungsfonds „Atlante“ im Sommer gezeigt hat. Die Lösung dieser Probleme wird voraussichtlich noch geraume Zeit in Anspruch nehmen. Ohne beherzte Maßnahmen der EZB wären der Druck auf die sich umstrukturierenden Banken und die Gefahr von Finanzmarktinstabilität wesentlich größer. Negative Effekte auf die Realwirtschaft wären nicht ausgeschlossen.

Es zeigt sich zunehmend, dass die Grenzerträge der expansiven Geldpolitik geringer werden. Das Niedrigzinsumfeld stellt vor allem für Versicherungen ein Problem dar. Auch Banken mit dem klassischen Einlagen- und Kredit-Geschäftsmodell stehen vor Herausforderungen. Die Preisentwicklungen auf Immobilien- und anderen Vermögensmärkten wird von der EZB mikro- und makroprudentiell verstärkt überwacht, um eine mögliche Blasenbildung zu vereiteln. Noch zeigt die Politik des billigen Geldes keine Verwerfungen, das Risiko ist jedoch vorhanden. EZB-Präsident Mario Draghi kritisiert zurecht, dass die EZB die Probleme des Euroraums nicht alleine lösen kann. Zum wiederholten Male forderte er Strukturreformen und eine wachstumsfreundlichere Politik der Mitgliedstaaten ein. Ohne Unterstützung durch die Wirtschafts- und Fiskalpolitik sind die Möglichkeiten der Geldpolitik begrenzt.

### Inflationsrate in der Eurozone in Prozent

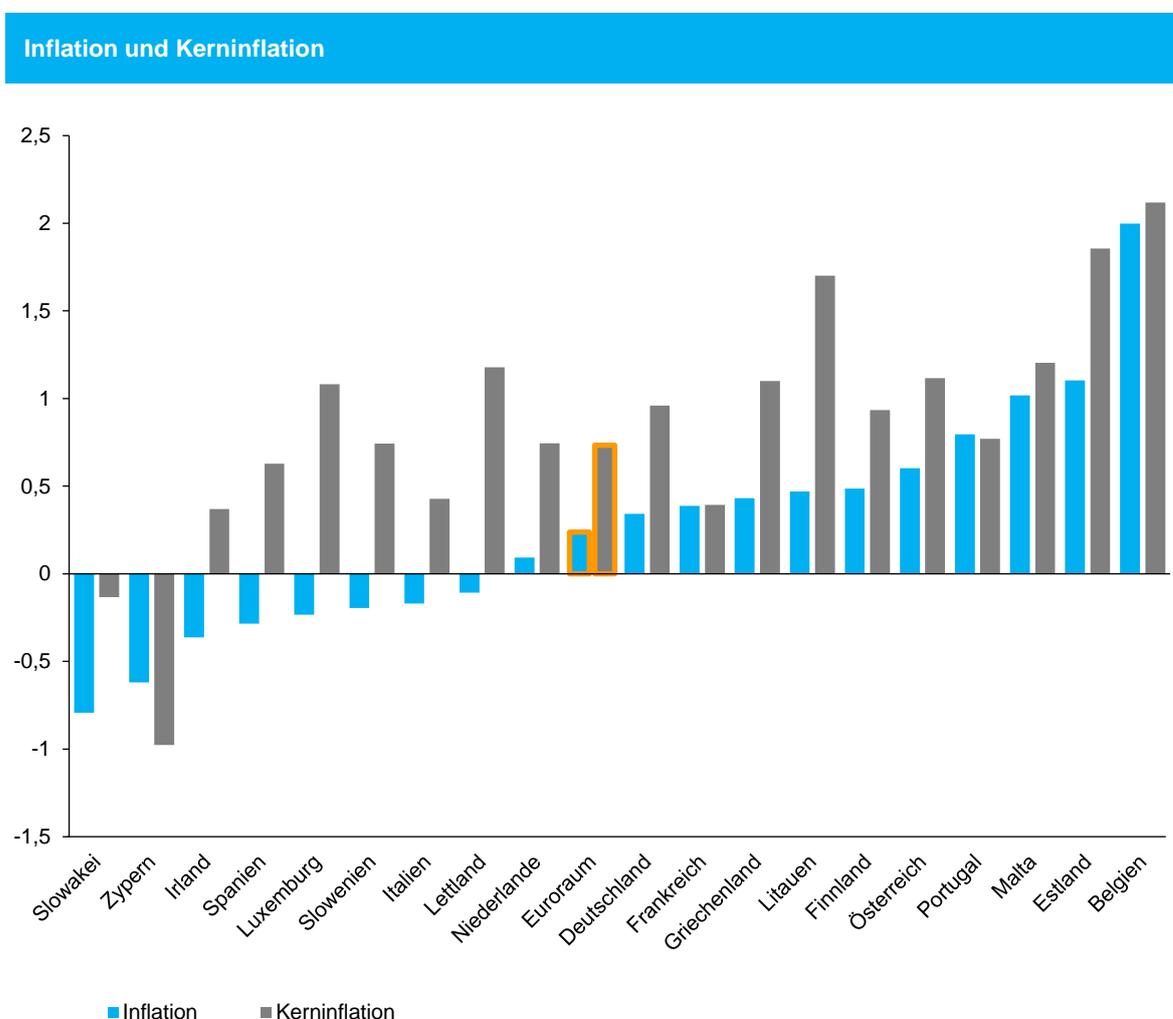


Quelle: Macrobond

### Inflation liegt seit April im positiven Bereich, bleibt aber niedrig

Die Inflationsrate im Euroraum lag im August 2016 bei 0,2 Prozent und ein klarer Trend ist noch nicht ersichtlich. Laut EZB (2016) dürfte sich der Preisauftrieb im Jahr 2016 bei 0,2 Prozent einpendeln und von 2017 bis 2018 auf 1,2 bzw. 1,6 Prozent ansteigen. Die EZB gibt zu diesen Durchschnittswerten noch erhebliche Schwankungsbreiten an. Die Aufhellung des Arbeitsmarkts dürfte die Preisentwicklung antreiben, ebenso der erwartete Ölpreisanstieg. Alternative Entwicklungen des Ölpreises stellen das größte Prognoserisiko für die Inflation dar.

Die Heterogenität der Inflationsentwicklungen in den Mitgliedstaaten stellt für die EZB eine Herausforderung dar. Im August 2016 lagen die Inflationsraten im Euroraum zwischen minus 0,8 Prozent in der Slowakei und plus zwei Prozent in Belgien. Die Differenzen zwischen Inflation und Kerninflation (ohne Energie und saisonale Lebensmittel) erschweren die Arbeit der EZB ebenfalls, da Energie größtenteils importiert wird. Die EZB hat damit wenig Einfluss auf die Preisentwicklung dieser Güter. Umso wichtiger erscheint es, dass die Wirtschaftspolitik zu stärkerer Konvergenz der Mitgliedstaaten führt. Der Fünf-Präsidenten-Bericht (Europäische Kommission 2015a) liefert Beiträge dazu, wie dies geschehen kann (siehe Eichert 2015).



Quelle: Macrobond



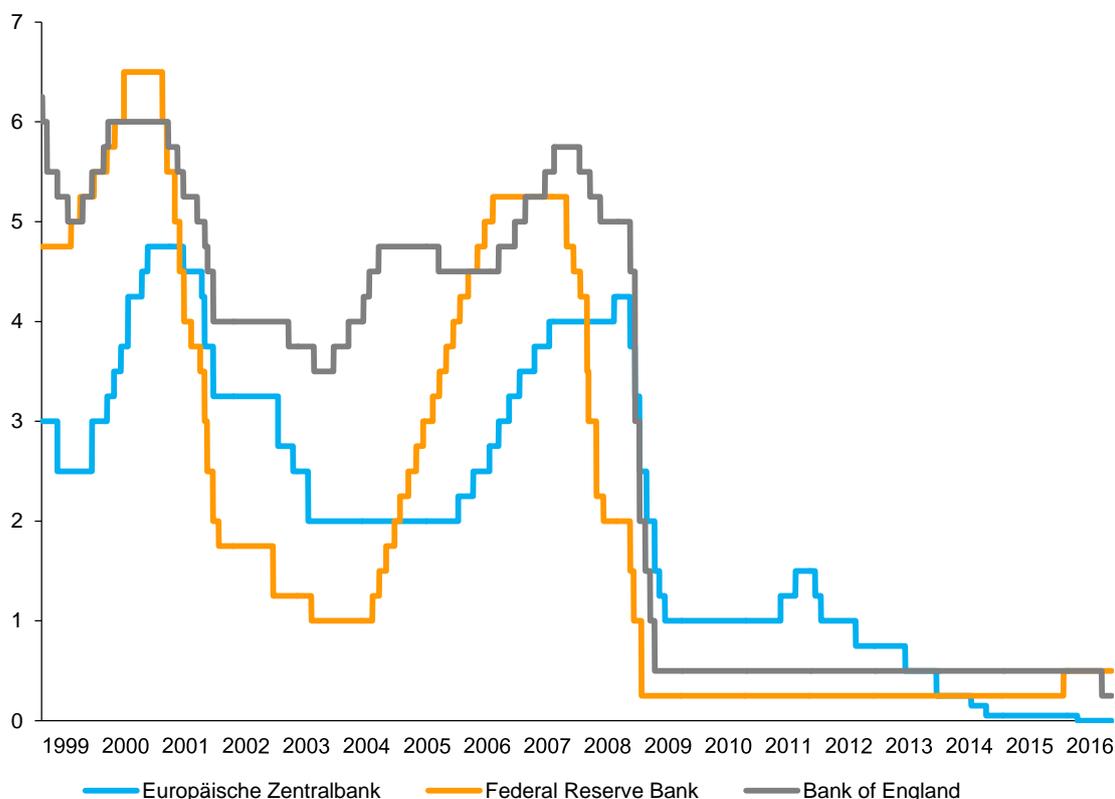
## Federal Reserve Bank verschiebt die Zinserhöhungen

Die Federal Reserve Bank (FED) in den USA hat im Dezember 2015 erstmals seit 2006 die Leitzinsen leicht von 0 bis 0,25 Prozent um 25 Basispunkte auf nunmehr 0,25 bis 0,5 Prozent erhöht. Zum damaligen Zeitpunkt wurde davon ausgegangen, dass im Laufe des Jahres 2016 weitere Erhöhungen folgen und es sukzessive zu einer Normalisierung der Geldpolitik kommt. Die OECD (2015) erwartete damals für die USA in den Jahren 2016 und 2017 Wachstumsraten von rund 2,5 Prozent. Diese Prognosen wurden im September dieses Jahres (OECD 2016) auf 1,4 bzw. 2,1 Prozent nach unten revidiert. In Folge kam es im Jahr 2016 bisher zu keinen weiteren Erhöhungen der Leitzinsen. Die FED hat jedoch signalisiert, dass ein weiterer Schritt auf der Dezember-Sitzung des Offenmarktausschusses folgen könnte. In jedem Fall gilt, dass die Zinsschritte nur sehr langsam erfolgen dürften.

Die Bank of England (BoE) hat nach dem Referendum im August 2016 ihre Leitzinsen von 0,5 auf 0,25 Prozent gesenkt, um möglichen Finanzmarktinstabilitäten entgegenzusteuern und um Handlungsfähigkeit zu zeigen.

EZB, FED und BoE befinden sich aktuell in komplexen Situationen. Die EZB hat mit ihren unkonventionellen Maßnahmen geldpolitisches Neuland betreten, und eine Kurskorrektur dürfte in nächster Zeit nicht erfolgen. Die Konsequenzen sind noch nicht absehbar. Die FED steht an einer zinspolitischen Gabelung. Einige Faktoren sprechen für eine Erhöhung der Leitzinsen, andere allerdings dagegen. Jede Entscheidung basiert auf großer Unsicherheit. Die BoE steht mit dem von Premierministerin May angekündigten Brexit ebenfalls vor neuen Rahmenbedingungen. Das Ausmaß der konjunkturellen Korrekturen ist noch ungewiss, und über den nötigen Expansionsgrad der Geldpolitik kann aktuell nur spekuliert werden.

### Leitzinsen im internationalen Umfeld

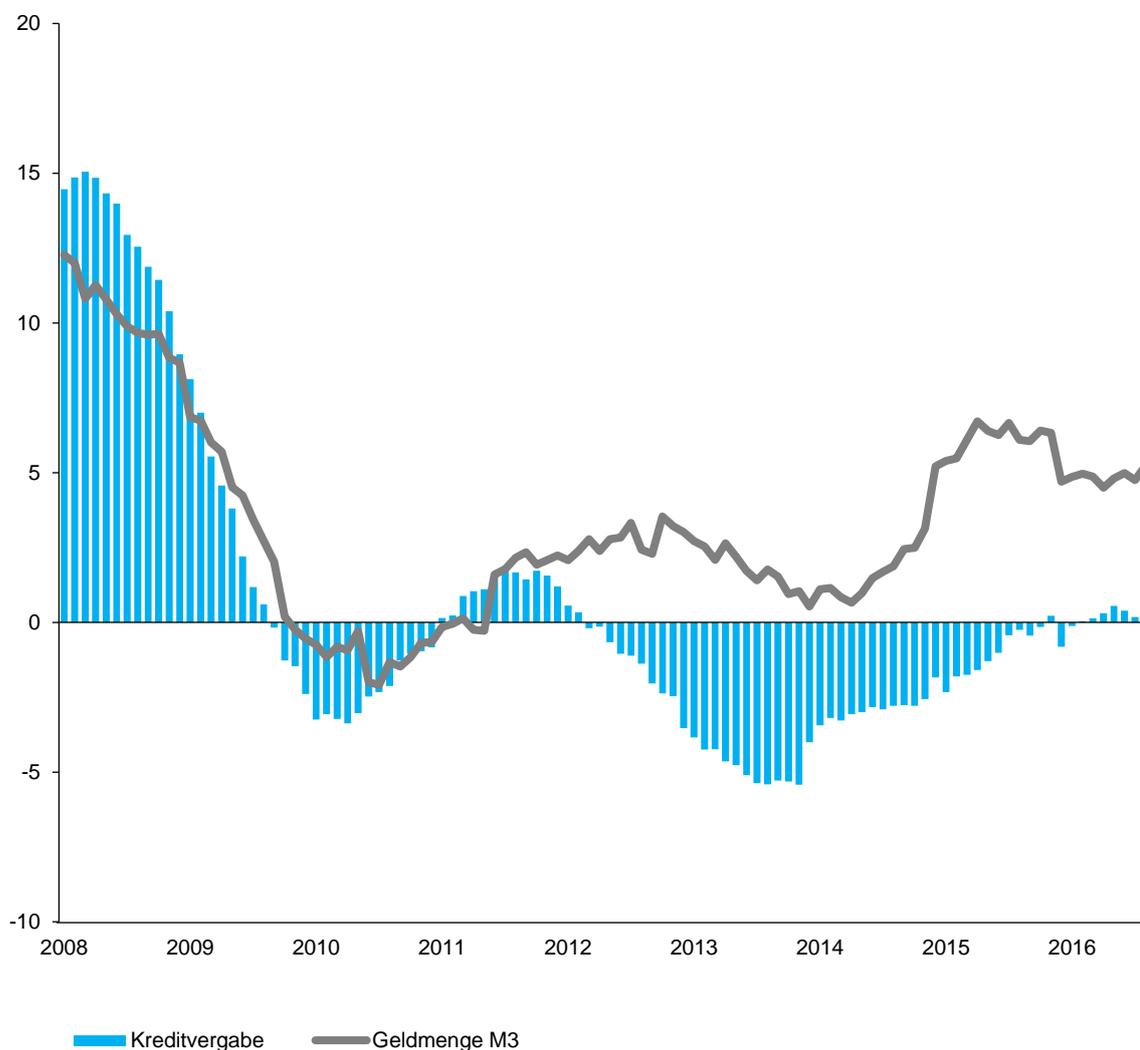


Quelle: Macrobond

### Die Kreditvergabe an Unternehmen bleibt entkoppelt vom Geldmengenwachstum

Die Unternehmenskredite im Euroraum kommen nicht recht in Schwung. Während von 2008 bis 2011 das Wachstum der Geldmenge (M3) im Gleichklang mit dem Kreditwachstum verlief, so entkoppelte sich dieser Trend danach. Der Anstieg der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen liegt nun rund fünf Prozentpunkte unter dem Anstieg der Geldmenge, wie das folgende Diagramm illustriert. Seit Mitte 2013 hat sich die Lage etwas verbessert und es ist wieder mehr Dynamik bei den Krediten sichtbar. Dies ist unter anderem der Geldpolitik der EZB und der Ausweitung ihrer Bilanz zuzuschreiben. Gleichzeitig sind auch abnehmende Grenzerträge der expansiven Geldpolitik zu erkennen. Seit Anfang 2015 wurde die EZB-Bilanz erheblich ausgedehnt.

**Kredit- und Geldmengenwachstum im Euroraum im Vergleich zum Vorjahresmonat in Prozent**



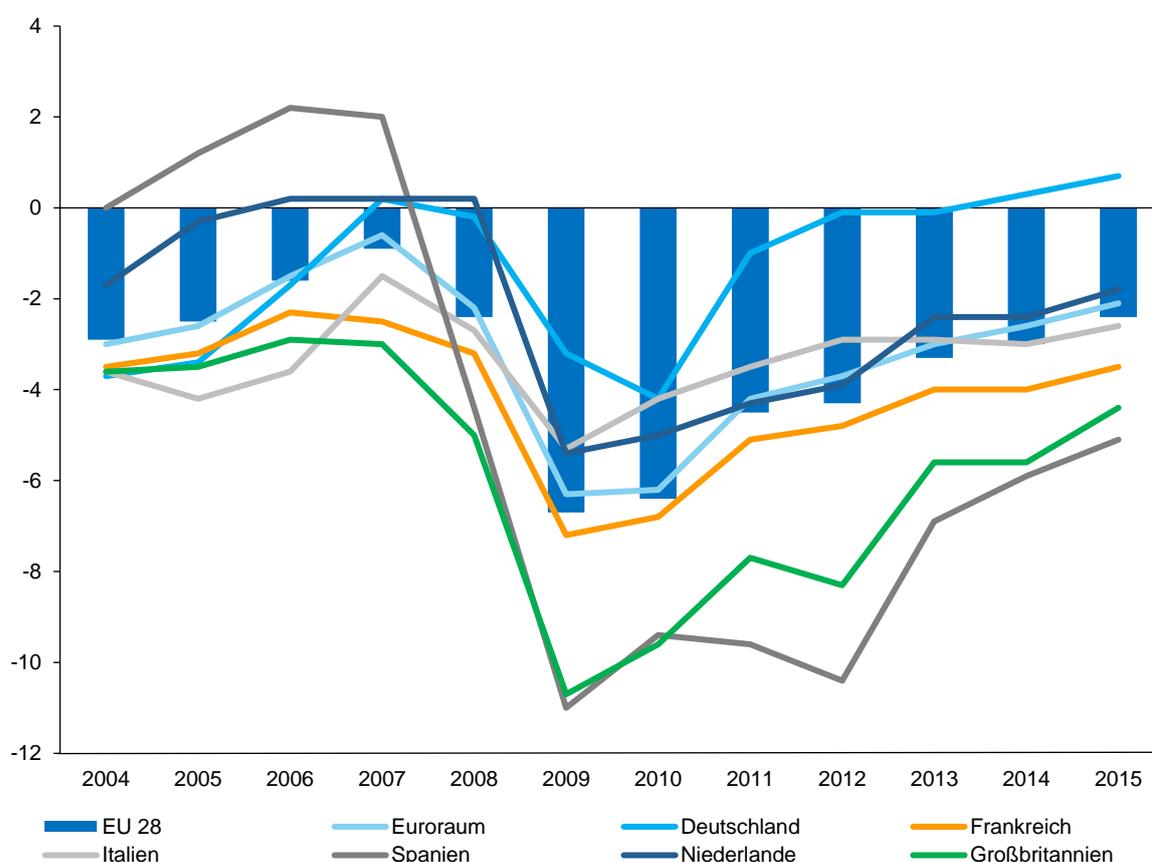
Quelle: Macrobond



## Haushaltsdefizite gehen zurück, Schuldenstände bleiben hoch

Die öffentlichen Haushalte befinden sich auf dem Weg der Konsolidierung. Nach einem Rekorddefizit von über sechs Prozent des BIP lag die Neuverschuldung in der EU im Jahr 2015 bei 2,5 Prozent. Einige große Mitgliedstaaten wiesen jedoch deutlich höhere Defizite auf. Für das Jahr 2016 schätzte die Europäische Kommission in der Frühjahrsprognose das Defizit in der EU mit 2,1 Prozent und im Euroraum mit 1,9 Prozent ein. Der negative Ausgang des britischen Referendums dürfte geringe Auswirkungen auf diese Prognosen haben. Es zeichnet sich jedoch im Vereinigten Königreich eine finanzpolitische Kursänderung ab, die mit höheren Staatsausgaben und einem langsameren Konsolidierungspfad für die Staatsfinanzen einhergehen dürfte.

### Öffentliche Verschuldung in Prozent des BIP



Quelle: Macrobond

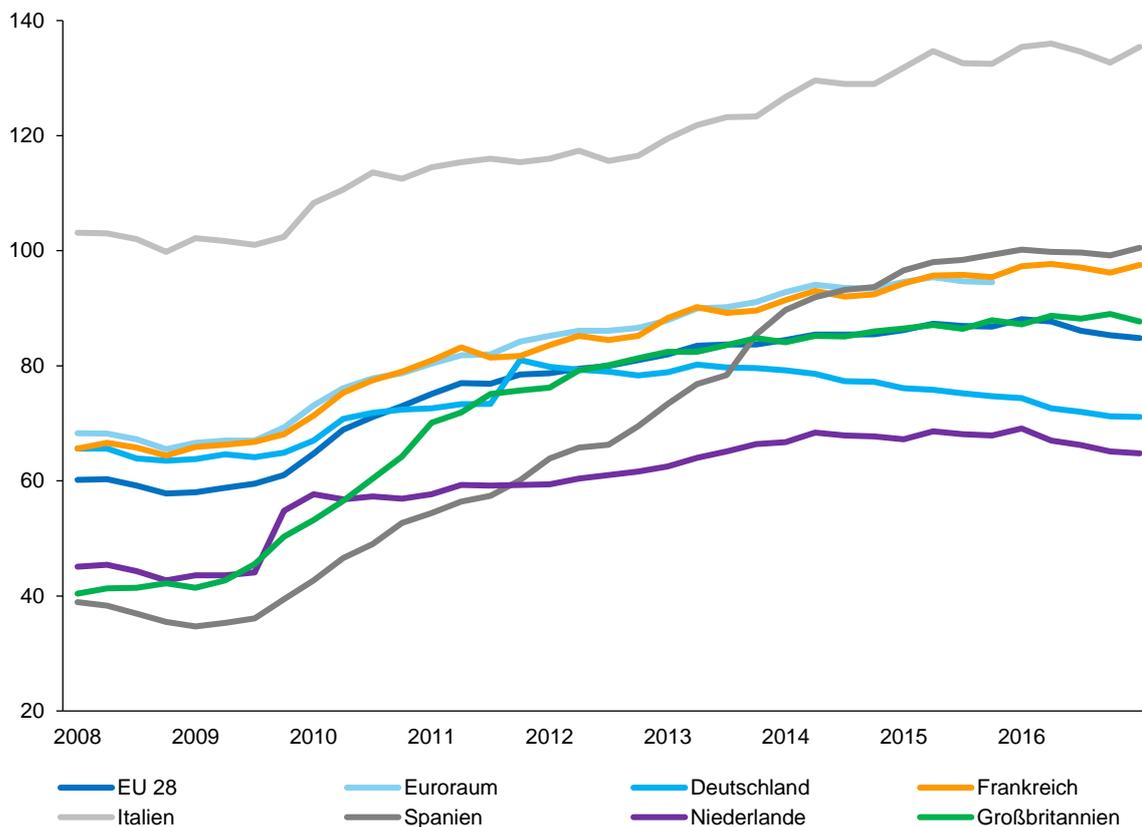


### Öffentliche Konsolidierung schreitet mit großen Länderunterschieden voran

Auch wenn die öffentlichen Defizite rückgängig sind, kommt es nur zu einer geringen Reduktion der Schuldenstände im Vergleich zum BIP. Das niedrige reale Wachstum und die geringe Inflation stellen ein großes Hinder-

nis für den Abbau der Staatsschulden dar. Im Jahr 2015 betrug für die EU die öffentliche Verschuldung im Verhältnis zum BIP 86,8 Prozent. Für 2016 wird ein leichter Rückgang auf 84,4 Prozent erwartet. Spitzenreiter bleibt Italien, das bei 135 Prozent steht.

### Öffentliche Schuldenstände in Prozent des BIP



Quelle: Macrobond



### Wege aus der Verschuldung führen über zukunftsgerichtete Fiskalpolitik und BIP-Wachstum

Zum Abbau der Schulden ist die Stärkung des realen Wirtschaftswachstums unumgänglich. Wachstum erhöht nicht nur den fiskalischen Spielraum, es verringert auch die Relation von Schulden zum BIP. Gleichmaßen ermöglicht auch eine höhere Inflationsrate die Reduktion des Verhältnisses der öffentlichen Verschuldung zum nominellen BIP. Deflationäre Entwicklungen würden hingegen zu einem Anstieg führen. In Hinblick auf diese Logik ist auch die expansive Geldpolitik der EZB zu interpretieren, um die Inflation mittelfristig auf den Zielwert nahe aber unter zwei Prozent zu bringen.

Nahezu alle Mitgliedstaaten haben noch Potenziale ihrer Fiskalpolitik wesentlich zukunftsorientierter und wachstumsfreundlicher zu gestalten. Konsumtive Ausgaben müssen in Investitionen umgewandelt werden. Investitionen in Bildung, Forschung und Entwicklung sowie Infrastruktur steigern das mittelfristige Produktivitätswachstum beträchtlich. Dazu ist es auch nicht zwingenderweise nötig, die öffentlichen Ausgaben in Summe zu verringern, aber entsprechende Haushaltsumschichtungen vorzunehmen.

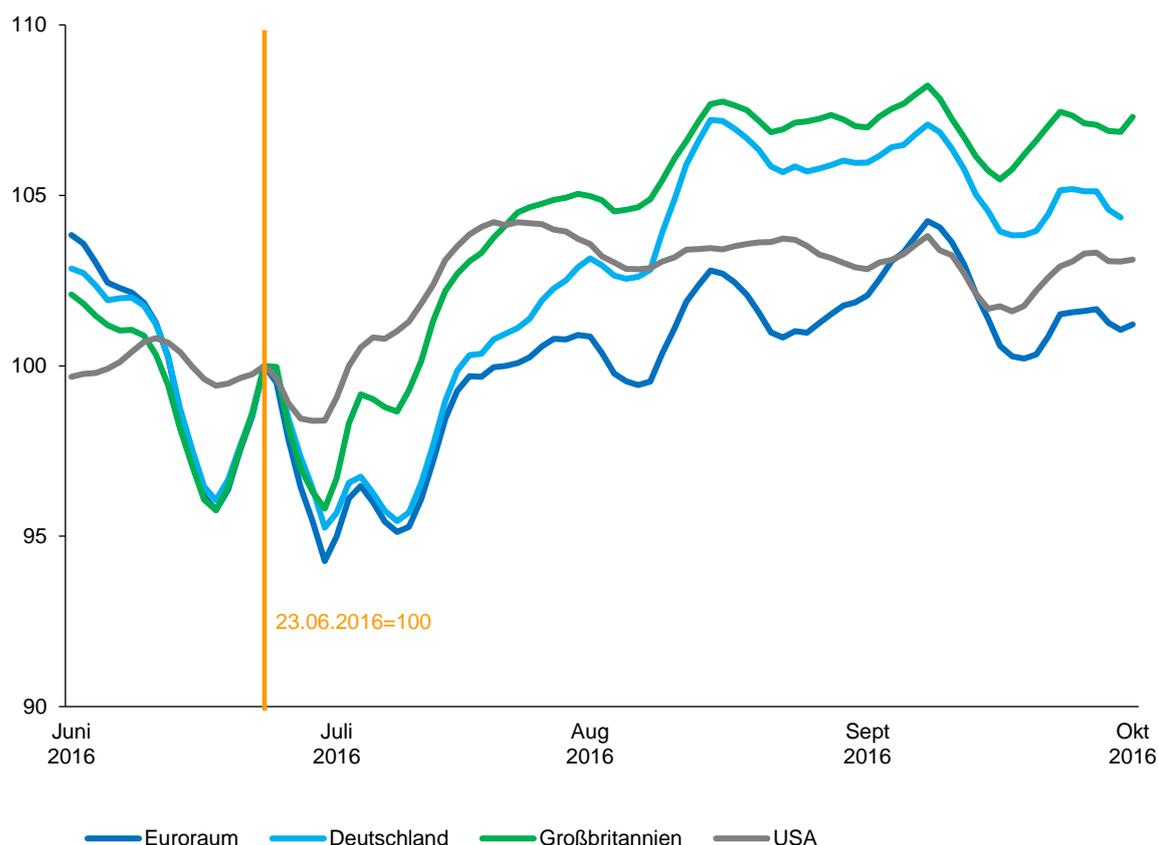
## Exkurs: Das britische Referendum zeigt Auswirkungen auf die Konjunktur

Das Referendum vom 23. Juni 2016 hat die europäischen Märkte aus der Bahn geworfen. Kurz- und mittelfristig sorgt die gestiegene Unsicherheit für Zurückhaltung bei Investitionen. Die langfristigen Konsequenzen werden von den Modalitäten der zukünftigen Handelsbeziehungen abhängen.

### Kurzfristig brachen die Aktienkurse ein, erholten sich jedoch wieder

In den Tagen nach dem Referendum über die EU-Mitgliedschaft war die Verunsicherung der Märkte sehr deutlich sichtbar. Der britische Aktienindex FTSE 30, der deutsche DAX 30 und der Eurostoxx 50 verloren jeweils rund fünf Prozent an Wert. Seitdem haben sich alle Indizes bis Oktober 2016 wieder erholt und liegen über den Werten vor dem Referendum. Damit reagieren die Börsen nach der anfänglichen Volatilität darauf, dass das Ergebnis formell kein Austritt nach Art. 50 des Vertrags von Lissabon ist. Premierministerin May hat am 2. Oktober 2016 jedoch in einer Rede auf dem Parteitag der Tories angekündigt, diesen Schritt bis spätestens März 2017 zu starten.

### Aktienindizes



Quelle: Macrobond

### Schon weit vor dem 23. Juni 2016 wertete das britische Pfund ab

Bereits die Ankündigung des Referendums führte zu einer massiven Abwertung des Pfund Sterlings. Von Ende 2015 bis zur Abstimmung verlor die britische Währung im Vergleich zum Euro rund zehn Prozent an Wert. Unmittelbar nach dem Referendum erfolgte eine weitere scharfe Korrektur von rund fünf Prozentpunkten. Bis Oktober 2016 ging der Wert um weitere fünf Prozentpunkte zurück, sodass das Pfund in der Summe knapp 20 Prozent abwertete. Das schwache Pfund hilft der britischen Exportwirtschaft jedoch nur kurzfristig und hat in den ersten Monaten die negativen wirtschaftlichen Einflüsse auf das Vereinigte Königreich etwas abgefedert. Die anderen Mitgliedstaaten der EU dürften eine leichte Dämpfung ihrer Ausfuhren erfahren. Deutschland hat im Jahr 2015 Waren im Wert von rund 89 Milliarden Euro und Dienstleistungen über 24 Milliarden Euro nach Großbritannien exportiert. Auch wenn deutsche Exporte eher über die Qualität und nicht über den Preis wettbewerbsfähig sind, dürfte es zu schwachen Rückgängen im nächsten Jahr kommen.

Von Januar bis Juli 2016 sind die britischen Importe von 47 auf rund 48,3 Milliarden Pfund angestiegen. In Hinblick auf die Abwertung des Sterlings zeigt sich daher ein mengenmäßiger Rückgang der Importe des Vereinigten Königreichs. Die Exporte sind in diesem Zeitraum ebenfalls gestiegen, von 42,4 auf 43,8 Milliarden Pfund. Hier zeigt sich der umgekehrte Effekt und es kam zu einer mengenmäßigen Ausdehnung der britischen Exporte. Für eine abschließende Einschätzung der zukünftigen Entwicklungen ist es jedoch noch zu früh. Ebenso kann die Auswirkung des schwachen Pfunds auf die City of London noch nicht eindeutig bestimmt werden. Eine ausführlichere Einschätzung folgt in der nächsten Ausgabe dieser Reihe.

Die Unklarheit über den zukünftigen Status des Vereinigten Königreichs führt zur Aufschiebung oder sogar Streichung von Investitionen. Dieser Effekt wirkt 2016 noch schwach, dürfte aber 2017 zu Einbrüchen des britischen Wachstums führen. Die Europäische Kommission (2016) schätzte im Juli 2016 für das Jahr 2017 einen Rückgang von 1,9 Prozent auf 1,1 Prozent (mildes Szenario) bzw. auf bis zu minus 0,3 Prozent (hartes Szenario). Die OECD (2016) geht im September 2016 für das Jahr 2017 mit einem britischen Wachstum von einem statt vormals zwei Prozent aus, auch der IWF sieht für das nächste Jahr nur einen Zuwachs von 1,1 Prozent.

### Wachstumsperspektiven für den Euroraum trüben sich etwas ein

Die generell gestiegene Unsicherheit und rückläufige Exporte haben die genannten Institutionen zu Revisionen der Wachstumsprognosen für Deutschland und den Euroraum im Jahr 2017 bewogen. Die deutsche Wirtschaftsentwicklung könnte durch die britischen Entwicklungen im nächsten Jahr über die Handels-, Produktions-, Finanzmarkt-, Unsicherheits- und Vertrauenseffekte leicht in Mitleidenschaft gezogen werden. Das Ausmaß wird sich erst bei Bekanntwerden der Vorstellungen der britischen Regierungen über die Modalitäten des Ausstiegs, etwaige Übergangsregelungen und die zukünftigen Beziehungen des Königreichs zur EU abschätzen lassen. Für den Euroraum werden ebenfalls leichte Korrekturen erwartet. Ausgeprägte Handelsbeziehungen des Vereinigten Königreichs existieren mit Belgien, Niederlande, Zypern, Malta und natürlich Irland. Diese Länder dürften stärker betroffen sein als die anderen. Etwas mehr Klarheit dürfte sich im März 2017 ergeben, wenn von Art. 50 Gebrauch gemacht werden wird.

### Langfristig hängen die Konsequenzen von der Ausgestaltung der wirtschaftlichen Beziehungen ab

Eine Vielzahl möglicher Modelle zwischen der EU und Großbritannien ist denkbar. Die Teilhabe am Binnenmarkt ist dabei für die konjunkturellen Effekte entscheidend. Quantitative Schätzungen darüber sind mit großer Unsicherheit behaftet. Wichtige politische Entscheidungen stehen noch aus. Für das Investitionsklima wird entscheidend sein, dass diese Politikunsicherheit zurückgeht und klare Rahmenbedingungen für die Zusammenarbeit mit dem Vereinigten Königreich vorherrschen.

## Fazit und Perspektiven

Die europäische Wirtschaft hat die Turbulenzen des Jahres 2016 bis dato gut überstanden. Das britische Referendum, die Flüchtlingsströme und die Unruhen am Bankensektor haben keine sichtbaren Spuren hinterlassen. Die Herausforderungen bleiben jedoch bestehen.

Die sinkende Arbeitslosigkeit schiebt den Privaten Konsum kräftig an, und die Binnennachfrage bleibt der größte Wachstumstreiber. Die Investitionen in einigen Mitgliedstaaten der EU springen jedoch nur langsam an. Der globale Handel stagniert und die europäischen Nettoexporte leisten keinen nennenswerten Beitrag. Der niedrige Ölpreis und die expansive Geldpolitik stützen, ihre Effekte dürften jedoch im Jahr 2017 schwinden. Die schwächer als erwartete Entwicklung in den USA bremst die Dynamik in Europa etwas. Die Transformation der chinesischen Wirtschaft hat hingegen noch zu keinen signifikanten Zerwürfnissen geführt. Die mittelfristigen Risiken einer deutlichen Wachstumsabschwächung in den Jahren 2018/19 in Folge wachsender Verschuldungsprobleme im Unternehmenssektor sind jedoch in den letzten zwei Jahren im Zuge mehrerer Stimuluspakete zur Ankurbelung der chinesischen Kreditvergabe, die mit Jahresraten über 20 Prozent expandiert, ebenfalls erheblich.

Das Wachstum im dritten Quartal dürfte in der EU und im Euroraum moderat ausgefallen sein. Mit Blick auf das vierte Quartal 2016 dürfte sich die Entwicklung etwas stärker fortsetzen. Das Wirtschaftsklima im Euroraum zeigt auf hohem Niveau eine leichte Abwärtsdynamik an. Jüngste Daten des ifo-Wirtschaftsklimas in Deutschland aus dem September 2016 deuten jedoch wieder stark nach oben. Dies dürfte positive Auswirkungen auf die gesamteuropäische Konjunktur haben. Die Situation auf den Arbeitsmärkten sollte sich weiter graduell verbessern und zu weiter steigenden Lohneinkommen führen.

Das Jahr 2017 wird nach wie vor von Politikunsicherheit geprägt sein. Einerseits betrifft das den unklaren Status des Vereinigten Königreichs und andererseits die anstehenden Wahlen in Deutschland und Frankreich. Die drei größten Volkswirtschaften der EU werden im nächsten Jahr politische Veränderungen erfahren. Die politische Lage dürfte die Schlagkraft der europäischen Wirtschaftspolitik verringern. Hinzu kommt, dass die expansive Geldpolitik der EZB zunehmend an ihre Grenzen stößt. Weitere Schritte bei den unkonventionellen Maßnahmen haben abnehmende Effekte auf die geldpolitischen Zielsetzungen. Mario Draghi muss für das Funktionieren des Währungsraums das Vertrauen in die EZB und die Effektivität der Politik erhalten. Dazu dürfte auch 2017 wenig Unterstützung durch Struktur- und Fiskalpolitik kommen.

Mittel- und langfristig steht Europa vor einem Produktivitätsproblem. Ungünstige demographische Entwicklungen, schrumpfende und alternde Gesellschaften stellen viele Volkswirtschaften vor große Probleme. Insbesondere die sozialen Sicherungssysteme stehen unter Druck. Diese sind auf eine konstante oder steigende Erwerbsbevölkerung und mittlere bis hohe Produktivitätszuwächse ausgerichtet. Beides ist im Trend aktuell nicht für Europa sichtbar. In Hinblick auf diese Entwicklungen muss sich die Wirtschaftspolitik schon jetzt konsequent an einer Steigerung der Arbeitsproduktivität ausrichten.

### Schlussfolgerungen für die Wirtschaftspolitik

Rund um Europa ziehen dunkle Wolken auf. Das moderate Wachstum darf die Dringlichkeit engagierter wirtschaftspolitischer Maßnahmen nicht kaschieren. Die jüngsten Konjunkturberichte der OECD (September 2016) und des IWF (Oktober 2016) sprechen eine klare Sprache. Die Weltwirtschaft befindet sich in einem Gleichgewicht mit niedrigem Wachstum. Schwache Zukunftserwartungen halten Investitionen und Handel auf einem geringen Niveau. Die gestiegene Unsicherheit durch das britische Referendum verschärft diesen Trend. Ohne Interventionen dürfte die Wirtschaft weiter in dieser Situation stagnieren. Die Gemengelage erfordert daher schon heute ambitioniertes Handeln.

Die Geldpolitik alleine kann die Trendumkehr nicht bewirken und schafft ohne Unterstützung durch Finanz- und Strukturpolitik weitere Risiken. Es müssen eiligst Strukturreformen folgen, die auf eine Stärkung des Wachstums und des Handels abzielen. Diese Maßnahmen können durch eine Stärkung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage unterstützt werden. Bis dato ist die Finanzpolitik zu wenig wachstumsorientiert, und vorhandene fiskalische Spielräume werden nicht genutzt. Zudem zeigt sich, dass die Umsetzung des Europäischen Semesters in den

letzten Jahren sehr halbherzig erfolgte. Die länderspezifischen Empfehlungen, die zumeist auf Investitionen, Forschung und Entwicklung abzielen, werden kaum umgesetzt.

Die Finanzierungsbedingungen in zahlreichen Mitgliedstaaten sind noch immer schlecht. Die Finanzmarktpolitik muss einen sinnvollen Weg zwischen den Anforderungen der Unternehmensfinanzierung und der Finanzmarktregulierung finden, die zu keiner internationalen Benachteiligung führt. Die Kapitalmarktunion kommt nur schleppend voran und wird zudem durch Regulierungen konterkariert. Eine signifikante Stärkung des europäischen Kapitalmarkts ist auch unumgänglich, um die Krisenresistenz der EU und des Euroraums zu stärken. Neben der Vertiefung des Binnenmarkts muss dazu auch endlich die Bankenunion vollendet und ein würdiger Backstop geschaffen werden.

Der Gipfel der EU27 in Bratislava wäre eine Möglichkeit gewesen, ein entsprechendes Paket zu schnüren. Diese wurde jedoch versäumt. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass auf Ebene der EU28 bzw. EU27 in diesen Themen selten Einigkeit erzielt wurde. Koalitionen von drei bis vier großen Mitgliedstaaten müssen daher verstärkt in Erwägung gezogen werden, um die Belebung des Wachstums durch eine moderne Industrie- und Innovationspolitik zu verfolgen, die den geld- und fiskalpolitischen Instrumenten zur Seite gestellt werden muss. Die Effekte wären groß genug, um auf die gesamte EU zu wirken. Deutschland, Frankreich und Italien haben es in der Hand, und die schiere Wucht der industrie- und innovationspolitischen Impulse darf ruhig noch erheblich größer werden. Gute Ansätze sind derzeit überall zu finden. Es wird Zeit, dass diese beherzt verfolgt werden und zu wirken beginnen. Selbst die Spatzen aus Washington, D.C., singen es von den Dächern.

## Quellenverzeichnis

- CES ifo (2016). ifo Wirtschaftsklima für den Euroraum bleibt eingetrübt. München.
- Deutsch, Klaus (2015). Deutschlands Wohlstand durch Innovation. Thesen zur deutschen Industriepolitik. BDI. Berlin.
- Deutsch, Klaus Günter; Keichel Stephan (2015). Länderbericht Japan. Abenomics auf holprigem Erfolgskurs. BDI. Berlin.
- Deutsch, Klaus Günter; Müller Hanna (2015). Länderbericht China: Reform oder Instabilität. Xi Jinpings Entscheidungen für ein neues China. BDI. Berlin.
- Deutsch, Klaus Günter; Hüne, Thomas (2016). Quartalsbericht Deutschland. Erstes Quartal. BDI. Berlin.
- Eichert, Wolfgang (2015). Die Vollendung der Eurozone. Reformoptionen in der Diskussion. BDI. Berlin/Brüssel.
- Eichert, Wolfgang; Jäger, Solveigh (2015). Wachstumsausblick Europa. BDI. Berlin.
- Eichert, Wolfgang; Kudiß, Reinhard (2015). Junckers Investitionsplan für Europa. BDI. Berlin.
- Europäische Investitionsbank (2015). Restoring EU competitiveness. Luxemburg.
- Europäische Kommission (2015a). Die Wirtschafts- und Währungsunion Europas vollenden. Brüssel.
- (2015b). Warnmechanismusbericht 2016. Brüssel.
- (2015c). 2016 Draft Budgetary Plans: Overall Assessment.
- (2015d). European Economic Forecast: Winter. Brüssel.
- (2016). The Economic Outlook after the UK Referendum. Brüssel.
- Europäische Zentralbank (2016). Von Experten des Eurosystems erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Eurowährungsgebiet vom September. Frankfurt/M.
- Europäische Zentralbank (2016). Economic Bulletin 1/2016. Frankfurt/M.
- Internationaler Währungsfonds (2016). World Economic Outlook – Update. Washington, D.C.
- OECD (2015). Economic Outlook: November. Paris.
- (2016). Interim Economic Outlook. September. Paris.
- Ross, Valerie (2015). Länderbericht Italien: Italiens Reformen. Eine Aufholjagd beginnt. BDI. Berlin.

## Impressum

Bundesverband der Deutschen Industrie e.V. (BDI)  
Breite Straße 29, 10178 Berlin  
www.bdi.eu  
T: +49 30 2028-0

### Autor

Dr. Wolfgang Eichert  
T: +32 2 792-1014  
w.eichert@bdi.eu

### Redaktion

Dr. Klaus Günter Deutsch  
T: +49 30 2028-1591  
k.deutsch@bdi.eu