

## BREXIT LÄHMT KONJUNKTUR

### Prognose-Update: Die konjunkturelle Lage in Deutschland zur Jahresmitte 2016

Gustav A. Horn, Peter Hohlfeld, Sabine Stephan, Thomas Theobald, Silke Tober

#### AUF EINEN BLICK

Der Ausgang des Referendums im Vereinigten Königreich zugunsten eines Austritts aus der EU hat nicht nur kurzfristig für Turbulenzen an den Finanzmärkten gesorgt, sondern dürfte 2016 – und stärker noch 2017 – den ohnehin nur mäßigen Aufschwung im Euroraum und in Deutschland schwächen. Die konjunkturelle Dynamik der übrigen Weltwirtschaft bleibt im Prognosezeitraum verhalten. In den größeren Schwellenländern stabilisiert sich die wirtschaftliche Lage, Russland profitiert von dem wieder höheren Ölpreis, und die Konjunktur in den USA gewinnt leicht an Fahrt. Die Erholung im Euroraum setzt sich vor dem Hintergrund eines etwas gelockerten fiskalischen Restriktionskurses fort. Sie ist aber nicht durchgreifend und vor allem nicht selbsttragend. Die Unsicherheit über die wirtschaftliche und institutionelle Entwicklung in Europa war bereits vor dem britischen Referendum hoch. Trotz der sehr expansiven Geld-

politik wäre der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts im Euroraum zu niedrig ausgefallen, um die hohe Arbeitslosigkeit deutlich zu verringern. Angesichts der erhöhten Unsicherheit und der Verwerfungen durch den bevorstehenden Brexit erhält das Wachstum im Euroraum einen zusätzlichen Dämpfer und dürfte 2016 und 2017 nur 1,6 % bzw. 1,2 % betragen.

Auch die moderate konjunkturelle Dynamik in Deutschland wird im Prognosezeitraum etwas schwächer verlaufen als zuvor. Wachstumstreiber bleibt der private Konsum, der von steigenden Löhnen bei zunehmender Beschäftigung und von dem niedrigen Ölpreis profitiert. Das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen, das trotz der günstigen Finanzierungsbedingungen bisher nicht deutlich an Schwung gewann, verlangsamt sich unter dem Eindruck einer flacheren Exportentwicklung und der spürbar gestiegenen Unsicherheit von durchschnittlich 4,8 % im Jahr 2015 auf 4,0 % im Jahr 2016 und nur noch 0,8 % im Jahr 2017. Demgegenüber erhöht sich die Zunahme der Bauinvestitionen 2016 (4,5 %), schwächt sich dann aber 2017 ab (3,5 %), da die anämischen Ausrüstungsinvestitionen den Wirtschaftsbau beeinträchtigen. Der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts wird im Jahresdurchschnitt 2016 1,6 % betragen (2017: 1,3 %). Die Arbeitslosenquote liegt bei 6,2 % (2017: 7,0 %) und die Verbraucherpreise steigen nur verhalten um 0,3 % (2017: 1,2 %).

#### Videostatement

Gustav A. Horn



zum Prognose-Update Jahresmitte 2016  
<https://youtu.be/ncxKso3Y29E>

# INHALTSVERZEICHNIS

- 1 **Auf einen Blick**
- 2 **Schwungvoller Start ins Jahr 2016**
- 3 **Widerstrebende Kräfte auch 2016**
- 3 **Nur Bauinvestitionen deutlich kräftiger**
- 6 **Trotz günstiger monetärer Rahmenbedingungen ...**
- 6 **... weiterhin verhaltener Aufschwung**
- 8 **Zunahme der Beschäftigung und der Arbeitslosigkeit**
- 8 **Gebremster Aufschwung durch Brexit**
- 9 **Infobox 1: Brexit erhöht Unsicherheit - ein Risikoszenario**
- 12 **Datenanhang**

## SCHWUNGVOLLER START INS JAHR 2016

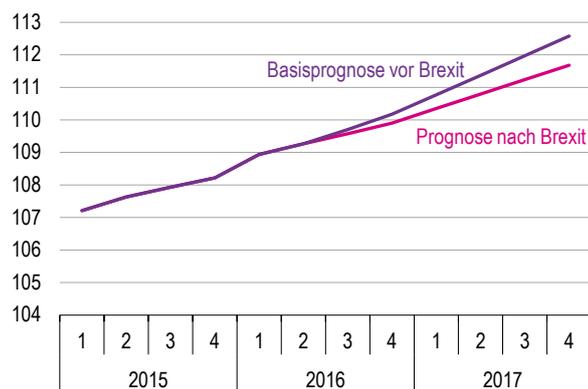
Die Konjunktur in Deutschland verlief im ersten Quartal 2016 sehr dynamisch. Das Bruttoinlandsprodukt nahm gegenüber dem Vorquartal um kräftige 0,7 % zu. Trotz der stark expansiven Geldpolitik wäre dies aber auch ohne die Belastungen durch den Brexit nicht der Beginn eines dynamischeren Aufschwungs gewesen, sondern ein Ausreißer geblieben. So wurden vor allem die Bauinvestitionen, begünstigt durch die milde Witterung, mit 2,3 % kräftig ausgeweitet. Die Schwäche der Weltwirtschaft, die unbewältigte Krise im Euroraum und das hohe Maß an geopolitischen Unsicherheiten hemmten bereits vor dem historischen Ereignis am 23. Juni 2016 Ausrüstungsinvestitionen und Exporte, so dass diese weitaus schwächer expandierten, als dies vor dem Hintergrund der extrem niedrigen Zinsen und des schwachen Außenwerts des Euro zu erwarten wäre. Der Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU und die damit verbundenen Zerwürfnisse und Unsicherheiten bremsen die Entwicklung der Investitionen und der Exporte zusätzlich. Insbesondere dürfte die Investitionsdynamik weitgehend zum Stillstand kommen.

Im Jahr 2016 ist daher erneut nur eine moderate Aufwärtsbewegung mit einem durchschnittlichen Wachstum des Bruttoinlandsprodukts in Deutschland von 1,6 % zu erwarten. Damit hält das IMK zwar im Wesentlichen an der Prognose vom April 2016 fest (1,5 %); ohne die jüngste Verschlechterung der Rahmenbedingungen wäre die aktuelle Prognose aber höher ausgefallen (1,7 %) (**Abbildung 1**). Vor einem Jahr hatte das IMK angesichts eines positiven Ausblicks auf die wirtschaftliche Entwicklung außerhalb des Euroraums sogar einen kräftigeren Aufschwung erwartet (2,2 %). Aus heutiger Sicht dürfte jedoch der Außenhandel einen negativen Wachstumsbeitrag leisten und die Investitionen verhaltener ausfallen. Der IMK-Konjunkturindikator,

der die relevanten kurzfristigen Indikatoren zusammenfasst, wies vor der Brexit-Entscheidung eine sehr geringe Rezessionswahrscheinlichkeit von nur 8,8 % aus (**Abbildung 2**). Allerdings zeigt dieser Indikator seit Herbst 2015 ausgeprägte Schwankungen, womit er den hohen Grad an Unsicherheit widerspiegelt, der bereits zuvor vorhanden war. Entsprechend ist zwar weiterhin mit einem binnenwirtschaftlich getragenen Aufschwung zu rechnen, der aber durch eine zurückhaltende Investitionstätigkeit und schwache Exportzuwächse gehemmt wird.

Abbildung 1

### Alternative Verläufe zur Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts<sup>1</sup>



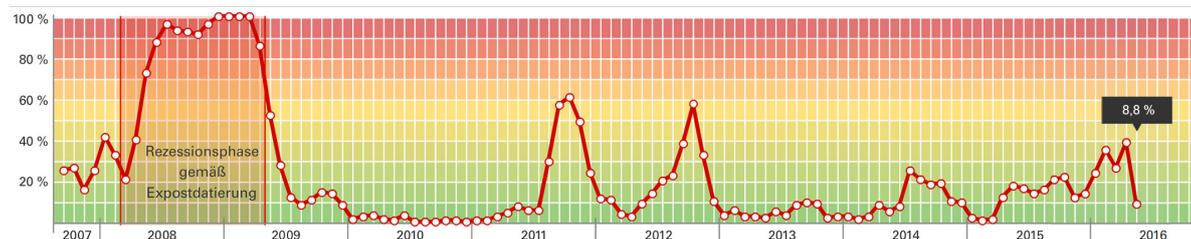
<sup>1</sup> Saison- und kalenderbereinigte Verläufe. Ab 2. Quartal 2016 Prognose des IMK.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen des IMK.



## IMK Konjunkturindikator

Rezessionswahrscheinlichkeiten - Ausblick für die nächsten 3 Monate



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

## WIDERSTREBENDE KRÄFTE AUCH 2016

Wie bereits im Jahr 2015 wird die Konjunktur in Deutschland im Jahr 2016 vor allem durch den inländischen privaten Verbrauch angetrieben, während die Investitionen nur verhalten zunehmen (**Abbildung 3**). Anders als im Vorjahr entwickeln sich die Exporte aber nur schwach (2,2 %). Zwar verfügt die Exportwirtschaft in Deutschland über eine hohe preisliche Wettbewerbsfähigkeit, aber die konjunkturellen Schwächen in China und anderen Schwellenländern, die seit Mitte 2015 die globale Konjunktur prägen, dämpfen die Exportnachfrage merklich (**Abbildung 4**). Durch die deutliche Abwertung des britischen

Pfundes und die konjunkturelle Abschwächung im Vereinigten Königreich wird der Export zunächst nur leicht beeinträchtigt.

Die Importe – die zwangsläufig bremsend auf das Bruttoinlandsprodukt wirken – legen deutlich und nur wenig vermindert zu (4,3 %).

Damit ist der private Konsum die tragende Säule des Aufschwungs. Seine Stärke hängt insbesondere an drei Faktoren: einer Zunahme der Beschäftigung bzw. des Arbeitsvolumens (2016: 1,0 %), den steigenden Effektivverdiensten (auf Stundenbasis 2016: 2,6 %) und der geringen Teuerungsrate. Verglichen mit 2015 werden die Einkommen zwar geringfügig schwächer zunehmen, aber die merklichen Rentenerhöhungen und steigenden Transfers infolge der Flüchtlingsmigration bewirken, dass die verfügbaren Einkommen im Jahr 2016 dennoch kräftiger zunehmen (3,2 %) und bei leicht steigender Sparquote in einen um 2,1 % höheren privaten Verbrauch münden (**Tabelle 3**).

Tabelle 1

### Rahmendaten der Prognose

Jahresdurchschnittswerte

	2015	2016	2017
Dreimonats-Euribor (%)	0,0	-0,3	-0,3
Rendite zehnjähriger Staatsanleihen (Euroraum) (%) <sup>1</sup>	1,2	1,0	1,1
Rendite zehnjähriger Staatsanleihen (USA) (%)	2,1	2,0	2,2
Wechselkurs (USD/EUR)	1,11	1,10	1,10
Realer effektiver Wechselkurs des Euro (gegenüber 38 Ländern) <sup>2</sup>	87,9	89,8	89,5
Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands (gegenüber 56 Ländern) <sup>2</sup>	86,4	87,5	87,4
Tarifindex (Bundesbank, je Stunde) (% gg. Vorjahr)	2,4	2,5	2,4
Ölpreis (Brent, USD)	52	44	48

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.

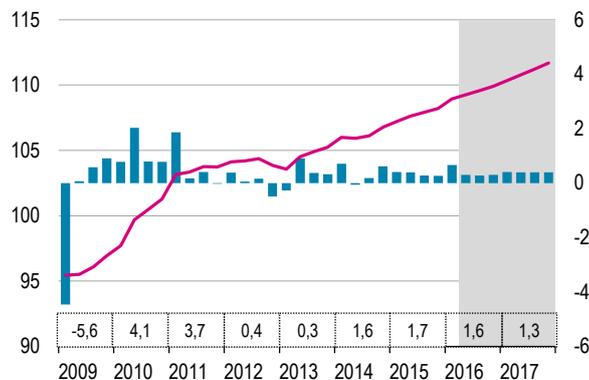
Quellen: Deutsche Bundesbank; Europäische Zentralbank; EIA; Federal Reserve; ab 2016 Prognose des IMK.

## NUR BAUINVESTITIONEN DEUTLICH KRÄFTIGER

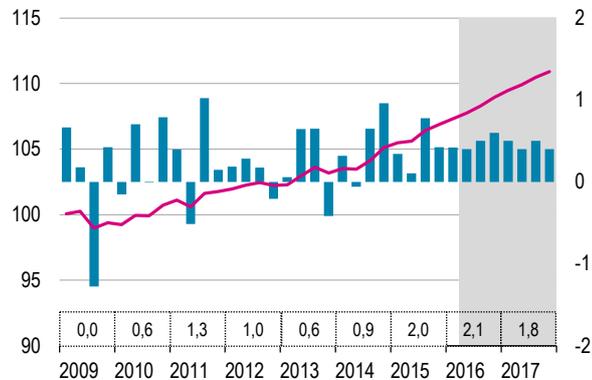
Nicht in Schwung kommen hingegen die Ausrüstungsinvestitionen. Trotz historisch niedriger Zinsen, deutlich gelockter Kreditvergabebedingungen und einer gestiegenen Kapazitätsauslastung nehmen die Ausrüstungsinvestitionen nur mäßig zu (2016: 4,0 %). Eine Investitionskonjunktur kommt vor dem Hintergrund der Unsicherheiten in Zusammenhang mit der weiter schwelenden Eurokrise nicht richtig in Gang und damit auch kein Aufschwung, der die Attribute kräftig und selbsttragend verdient hätte. Auch die Zurückhaltung der öffentlichen Hand bei der Erneuerung der Infrastruktur dürfte in diesem Zusammenhang ein Investitionshemmnis sein. Die zu geringe Investitionstätigkeit impliziert ein niedriges Maß an Innovationen und vermag zum Teil die schwachen Produktivitätssteigerungen zu erklären,

### Konjunktur in Deutschland<sup>1</sup>

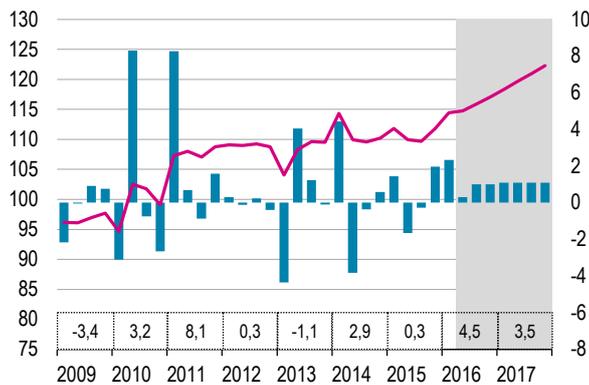
#### Bruttoinlandsprodukt



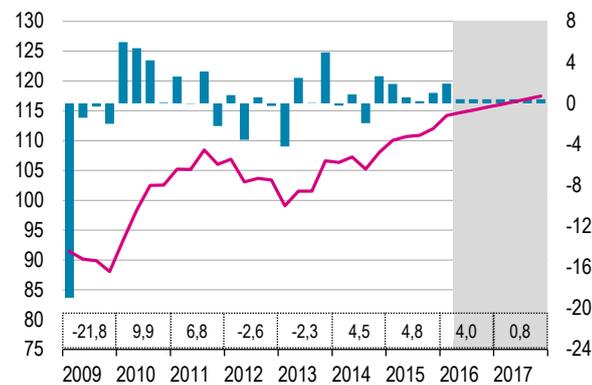
#### Private Konsumausgaben



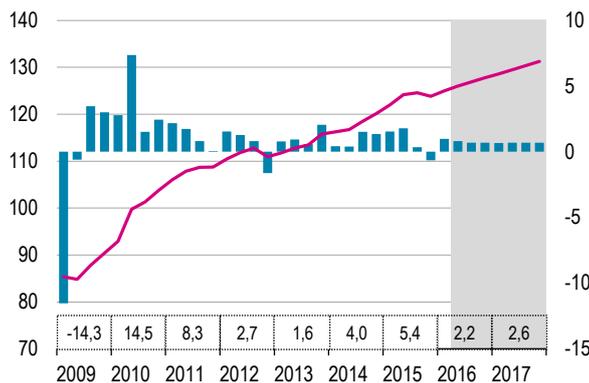
#### Bauinvestitionen



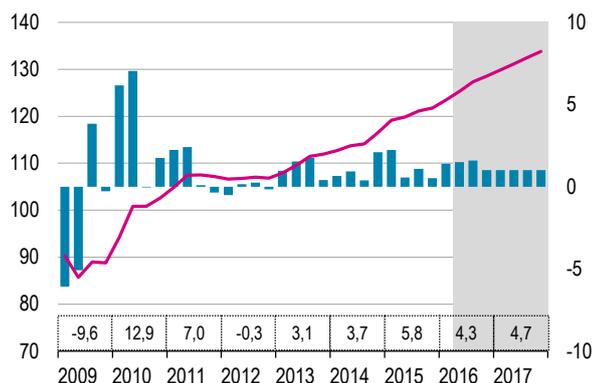
#### Ausrüstungsinvestitionen



#### Exporte von Gütern und Dienstleistungen



#### Importe von Gütern und Dienstleistungen



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

Prognose  
 Jahresdurchschnittsrate

<sup>1</sup> Saison- und kalenderbereinigte Verläufe. Ab 2. Quartal 2016 Prognose des IMK.

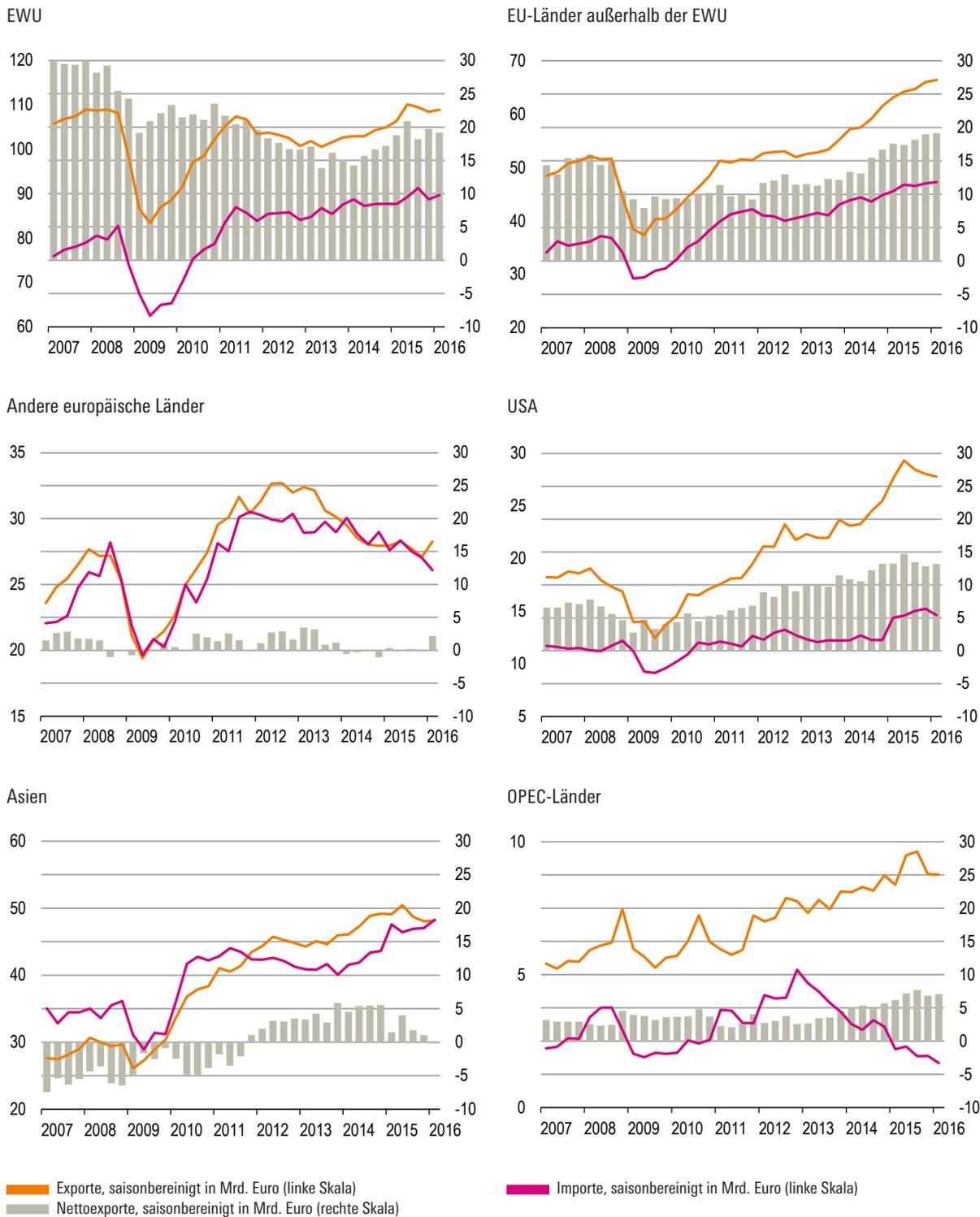
In Deutschland bleibt die Konjunktur im Prognosezeitraum trotz globaler Unsicherheit weiterhin aufwärtsgerichtet, schwächt sich aber 2017 infolge des Brexit merklich ab. Dabei wird sich insbesondere die Investitionsdynamik im Jahr 2017 aufgrund eingetübter Absatzerwartungen und hoher Unsicherheit spürbar verlangsamen. Hingegen werden die privaten Konsumausgaben bei abermals deutlich steigenden Realeinkommen und weiterhin positiver Arbeitsmarktentwicklung einen maßgeblichen Beitrag zum BIP-Wachstum leisten. Der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts wird im Jahresdurchschnitt 2016 1,6 % und 2017 1,3 % betragen.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen des IMK.



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

1. Quartal 2007 - 1. Quartal 2016



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

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

die Deutschland gegenwärtig zu verzeichnen hat. Diese wiederum engen den Spielraum für reale Einkommenssteigerungen ein, die erforderlich sind, um den Lebensstandard zu erhöhen und den Wachstumsmotor Konsum am Laufen zu halten. Die geringe Investitionstätigkeit beinhaltet zudem die Gefahr, dass in zu geringem Maße Produktionsstätten geschaffen werden, die auch in Zukunft hinreichende und qualitativ hochwertige Arbeitsplätze sichern können.

Lichtblick ist vor dem Hintergrund der niedrigen Zinsen die Baukonjunktur. Nach einer Ausweitung um nur 0,3 % im Jahr 2015, werden Investitionen in Bauten, insbesondere in den Wohnungsbau, in diesem Jahr um außergewöhnlich hohe 4,5 % steigen. Hierauf deuten neben dem starken ersten Quartal auch die kräftig steigenden Baugenehmigungen und der deutliche Anstieg der Aufträge im Baugewerbe hin. Zu dieser Entwicklung passt auch die Zunahme der Immobilienkredite, die trotz einer leichten Verschärfung der Kreditvergabebedingungen infolge einer EU-Richtlinie stark zunehmen. Der jüngste Datenpunkt im April 2016 stellt mit einer Steigerungsrate von 3,8 % den höchsten Wert seit Beginn der Datenreihe im Januar 2004 dar.

## TROTZ GÜNSTIGER MONETÄRER RAHMENBEDINGUNGEN ...

Obwohl die Europäische Zentralbank ihre ohnehin stark expansive Geldpolitik seit Frühjahr 2014 mehrmals durch verschiedene Maßnahmen weiter gelockert hat (**Abbildung H im Datenanhang**), dürfte der Aufschwung in Deutschland und im Euroraum auch 2017 nur verhalten bleiben. Die Zinsen werden im Euroraum und insbesondere in Deutschland während des Prognosezeitraums sehr niedrig bleiben, auch wenn die US-amerikanische Notenbank mehrere kleine Zinserhöhungen vornehmen dürfte. Das IMK erwartet, dass die zuletzt gestiegene Unsicherheit zu einer nur geringen Ausweitung der Zinsdifferenziale innerhalb des Euroraums führen wird, allerdings ist diese Annahme mit erheblichen Risiken behaftet und deren konjunkturelle Folgen wurden in der vorliegenden Prognose nicht berücksichtigt. Im Rahmen eines Risikoszenarios (**Infobox 1**) wurde jedoch versucht, die Wirkungen verstärkter Unsicherheit auf den Finanzmärkten abzuschätzen. Die expansiven Effekte der Geldpolitik reichten bereits vor der Brexit-Entscheidung nicht aus, um die Wirtschaft des Euroraums auf einen höheren Wachstumspfad mit ausgelasteten Kapazitäten zu bringen. Zudem bleiben die Aussichten für die übrige Weltkonjunktur weiterhin gedämpft.

Die Löhne in Deutschland dürften sich 2017 in nahezu gleichem Tempo erhöhen wie 2016 und 2015. Da der Ölpreis von seinem Tiefstand im Januar 2016 mittlerweile um rund 60 % gestiegen ist und

auf dem Niveau von knapp 50 US-Dollar pro Barrel (Brent) verharren wird, ist für kommendes Jahr mit einer Inflationsrate von 1,2 % zu rechnen, verglichen mit 0,3 % in diesem Jahr. Dies mindert die zu erwartenden Reallohnzuwächse. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft bleibt unter diesen Voraussetzungen und mit Blick auf den relativ schwachen Euro hoch (**Tabelle 1**).

## ... WEITERHIN VERHALTENER AUFSCHWUNG

Als Folge der Austritts-Entscheidung des Vereinigten Königreichs ist für 2017 mit einer deutlich eingetrübten konjunkturellen Dynamik zu rechnen. Im Jahresdurchschnitt 2017 dürfte das Bruttoinlandsprodukt in Deutschland lediglich um 1,3 % zunehmen. Der private Konsum bleibt dabei die entscheidende Antriebskraft (**Tabellen 2 und 3, Abbildung 2**).

Die weltwirtschaftlichen Impulse bleiben schwach (**Tabelle 4**). Viele Schwellenländer sind durch den Verfall der Rohölpreise und die anziehenden Zinsen in den USA in ein unruhigeres konjunkturelles Fahrwasser geraten. Die Wirtschaft im Vereinigten Königreich dürfte durch den bevorstehenden EU-Austritt stark beeinträchtigt werden und die gestiegene Unsicherheit dämpft die Entwicklung in den Euroländern über die Außenhandelseffekte hinaus. Zudem belastet der starke US-Dollar die amerikanische Konjunktur, was allerdings auch zur Folge hat, dass die Federal Reserve keine großen Zinsschritte vornehmen wird. Alles in allem bleiben die deutschen Exporte in diesem weltwirtschaftlichen Umfeld

Tabelle 2

### Statistische Komponenten des BIP-Wachstums

in % bzw. Prozentpunkten

	2015	2016	2017
Statistischer Überhang am Ende des Vorjahres <sup>1</sup>	0,5	0,4	0,4
Jahresverlaufsrate <sup>2</sup>	1,3	1,6	1,6
Jahresdurchschnittliche BIP-Rate, arbeitstäglich bereinigt	1,5	1,5	1,5
Kalendereffekt <sup>3</sup>	0,2	0,1	-0,2
Jahresdurchschnittliche BIP-Rate	1,7	1,6	1,3

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

2 Jahresveränderungsrate im vierten Quartal, arbeitstäglich bereinigt.

3 in % des BIP.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen des IMK, ab 2016 Prognose des IMK.



Tabelle 3

## Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Deutschland

Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %

	2014	2015	2016	2017
<b>Verwendung<sup>1</sup></b>				
Private Konsumausgaben <sup>2</sup>	0,9	2,0	2,1	1,8
Staatskonsum	1,7	2,5	3,0	3,0
Ausrüstungsinvestitionen	4,5	4,8	4,0	0,8
Bauinvestitionen	2,9	0,3	4,5	3,5
Sonstige Anlageinvestitionen	3,1	2,6	2,1	2,8
Exporte	4,0	5,4	2,2	2,6
Importe	3,7	5,8	4,3	4,7
Bruttoinlandsprodukt	1,6	1,7	1,6	1,3
<b>Preise</b>				
Bruttoinlandsprodukt	1,7	2,1	1,8	1,5
Konsumausgaben <sup>2</sup>	1,0	0,6	0,7	1,5
Importe	-1,6	-1,6	-2,1	0,5
Nachrichtlich:				
Verbraucherpreise	0,9	0,3	0,3	1,2
<b>Einkommensverteilung</b>				
Arbeitnehmerentgelte	3,8	3,8	3,8	3,7
Gewinne <sup>3</sup>	3,8	4,2	3,6	4,6
Volkseinkommen	3,8	3,9	3,7	4,0
Nachrichtlich:				
Tarifföhne (Stundenbasis)	3,0	2,4	2,5	2,4
Effektivverdienste (Stundenbasis)	2,1	2,4	2,6	2,6
Lohndrift	-0,9	0,1	0,1	0,2
Bruttolöhne und -gehälter	3,9	3,9	4,0	3,9
Bruttolöhne und -gehälter je Beschäftigten	2,7	2,8	2,7	2,8
<b>Entstehung</b>				
Erwerbstätige	0,9	0,8	1,2	0,8
Arbeitszeit je Erwerbstätigen	0,3	0,3	-0,2	0,0
Arbeitsvolumen	1,2	1,1	1,0	0,8
Produktivität (je Stunde)	0,4	0,6	0,6	0,5
Bruttoinlandsprodukt <sup>1</sup>	1,6	1,7	1,6	1,3
Nachrichtlich:				
Erwerbslose <sup>4</sup> , in 1000	2 090	1 950	1 834	2 160
Erwerbslosenquote <sup>5</sup> , in %	4,7	4,3	4,1	4,7
Arbeitslose <sup>6</sup> , in 1000	2 898	2 795	2 733	3 075
Arbeitslosenquote <sup>7</sup> , in %	6,7	6,4	6,2	7,0
Lohnstückkosten (je Stunde)	1,6	1,7	1,6	1,8
Budgetsaldo, in % des BIP	0,3	0,6	0,3	0,2

1 Preisbereinigt.

2 Private Haushalte einschließlich 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.

Quellen: Deutsche Bundesbank; Statistisches Bundesamt; Bundesagentur für Arbeit; Berechnungen des IMK, ab 2016 Prognose des IMK.



Tabelle 4

## Ökonomische Aktivität in den Volkswirtschaften wichtiger Handelspartner

	2015	2016	2017
<b>BIP</b>			
USA	2,4	2,2	2,4
Euroraum	1,5	1,6	1,2
<b>Arbeitslosigkeit</b>			
USA	5,0	5,1	5,2
Euroraum	10,9	10,2	10,7
<b>Verbraucherpreise</b>			
USA	0,3	0,7	1,6
Euroraum	0,0	0,2	1,1
Welthandel	2,9	3,4	3,8

Quellen: Eurostat, OECD, Macrobond; ab 2016 Prognose des IMK.



Tabelle 5

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

	2014	2015	2016	2017
Bruttoinlandsprodukt <sup>2</sup>	1,6	1,7	1,6	1,3
Inlandsnachfrage	1,2	1,5	2,4	2,1
Konsumausgaben	0,9	1,6	1,7	1,6
Private Haushalte	0,5	1,1	1,1	1,0
Staat	0,3	0,5	0,6	0,6
Anlageinvestitionen	0,7	0,4	0,8	0,5
Ausrüstungen	0,3	0,3	0,3	0,0
Bauten	0,3	0,0	0,4	0,4
Sonstige Anlagen	0,1	0,1	0,1	0,1
Vorratsveränderung	-0,3	-0,5	-0,1	0,0
Außenbeitrag	0,4	0,2	-0,7	-0,8
Ausfuhr	1,8	2,5	1,1	1,2
Einfuhr	-1,5	-2,3	-1,8	-2,0

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

2 in %.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen des IMK, ab 2016 Prognose des IMK.



schwach, legen aber im Vergleich zu 2016 etwas stärker zu (2017: 2,6 %). Vom Außenhandel insgesamt wird in beiden Jahren ein negativer Wachstumsbeitrag zu erwarten sein (**Tabelle 5**).

Der Private Verbrauch hingegen wird sich leicht abschwächen. Die nicht mehr ganz so niedrige Teuerungsrate schmälert die Realeinkommenszuwächse, die ihrerseits trotz der guten Arbeitsmarktlage nicht verstärkt zunehmen. Die Bauinvestitionen werden weniger stark ausgeweitet (2017: 3,5 %). Ursächlich hierfür ist ein abgeschwächter Wirtschaftsbau, während die übrigen Bauinvestitionen aufgrund niedriger Finanzierungskosten, mangelnder Anlagealternativen und der Impulse der Bundesregierung für Zukunftsinvestitionen in die öffentliche Infrastruktur und Energieeffizienz und die Förderung der Investitionstätigkeit finanzschwacher Kommunen weiterhin kräftig zunehmen. Die Ausrüstungsinvestitionen brechen trotz günstiger Finanzierungsbedingungen infolge eingetrübter Absatzerwartungen und hoher Unsicherheit ein (0,8 %). Der Staatskonsum expandiert infolge der Flüchtlingsmigration weiterhin stärker als in früheren Jahren, aber mit 3 % ebenso stark wie 2016.

## ZUNAHME DER BESCHÄFTIGUNG UND DER ARBEITSLOSIGKEIT

Der Aufwärtstrend bei der Beschäftigung schwächt sich im Prognosezeitraum etwas ab. Entsprechend fällt der Anstieg der Arbeitslosigkeit höher aus als das IMK im April mit Blick auf das steigende Arbeitsangebot durch die Flüchtlingsmigration erwartet hatte (Horn et al. 2016). Maßgeblich für den Beschäftigungszuwachs ist weiterhin der Anstieg der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung, während die geringfügige Beschäftigung und die Zahl der Selbständigen weiter abnehmen. Bei einem um 1,0 % bzw. um 0,8 % steigenden Arbeitsvolumen wird die Arbeitslosenquote 2016 noch auf durchschnittlich 6,2 % sinken, im Jahresdurchschnitt 2017 aber auf 7,0 % steigen (**Tabelle 3**).

## GEBREMSTER AUFSCHWUNG DURCH BREXIT

Der nur moderate Aufschwung in Deutschland schwächt sich infolge des makroökonomischen Schocks des Brexit im Prognosezeitraum ab. Zwar ist die aktuelle konjunkturelle Aufwärtsbewegung im Gegensatz zu früheren Aufschwüngen stärker

binnenwirtschaftlich fundiert und damit robuster und in dem Sinne nachhaltiger, als sie nicht zu einer Verschärfung der bestehenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte beiträgt. Vor dem Hintergrund der hohen Leistungsbilanzüberschüsse Deutschlands (2015: 8,5 % des BIP) wäre aber auch ohne die jüngste Eintrübung eine noch stärkere binnenwirtschaftliche Entwicklung erforderlich. Diese würde über vermehrte Importe auch der weiterhin schwächelnden Konjunktur im übrigen Euroraum Impulse verleihen (Blanchard et al. 2015). Eine Stärkung der Binnennachfrage in Deutschland gewinnt vor dem Hintergrund der wirtschaftlichen Abschwächung noch deutlich an Bedeutung. Mit höheren öffentlichen Ausgaben für Infrastruktur, Bildung und Energieeffizienz könnte der deutsche Staat die Standortbedingungen für vermehrte Ausrüstungsinvestitionen verbessern und den privaten Investitionen zudem nachfrageseitig direkt Impulse verleihen. Die Bedingungen für höhere öffentliche Investitionen sind denkbar günstig: Für einen Kredit mit zehnjähriger Laufzeit muss der deutsche Staat gegenwärtig praktisch keine Zinsen zahlen, bei kürzeren Laufzeiten zahlen Anleger sogar dafür, dass sie dem deutschen Staat Geld leihen dürfen.

Käme ein kräftiger Aufschwung im Euroraum in Gang, könnte die Europäische Zentralbank auch das Ende der mit Risiken behafteten Niedrigzinspolitik einleiten. Dies setzt jedoch eine expansive Fiskalpolitik voraus, da angesichts der gesteigerten Unsicherheit im Euroraum, der hohen Arbeitslosigkeit und der unterausgelasteten Kapazitäten kein selbsttragender Aufschwung im Euroraum in Sicht ist. Die seit langem sehr niedrige Kerninflationsrate im Euroraum (Mai 2016: 0,8 %) ist ein Symptom dieser Schwäche wie auch die seit Februar 2016 bei rund 1,3 % liegenden langfristigen Inflationserwartungen.<sup>1</sup> Letztere unterschreiten ihren langjährigen Durchschnittswert damit um mehr als einen Prozentpunkt und gaben in der ersten Juni-Hälfte erneut nach.

Der Nachfragemangel im Euroraum trägt wesentlich zu dem Klima der Unsicherheit bei, verschärft die Probleme des Bankensystems infolge notleidender Kredite und schwächt die Fiskalposition der Staaten infolge geringerer Steuereinnahmen. Hysterese-Effekte am Arbeitsmarkt und mangelnde Investitionen bergen die Gefahr einer nachhaltigen Beeinträchtigung des Produktionspotenzials in sich.

Alles in allem ist die vorliegende Prognose einer binnenwirtschaftlich getragenen, aber sich abschwächenden Aufschwungstendenz in Deutschland mit erheblichen Abwärtsrisiken behaftet.

<sup>1</sup> Von der EZB berechnete Break-Even-Inflationsrate für den Fünfjahreszeitraum, der in fünf Jahren beginnt.



Zeit danach ist ein Abflauen der Unsicherheit unterstellt, beruhend auf der Annahme, dass bis dahin institutionelle Regelungen für eine Post-Brexit-EU gefunden worden sind. In diesem Fall würden die aus Finanzmarktunsicherheiten entstehenden realwirtschaftlichen Effekte abklingen und die konjunkturelle Dynamik wieder auf die der Baseline ohne Brexit einschwenken. Da es nicht zu Aufholeffekten kommt, sind Wachstumseinbußen, die sich auf dem Risikopfad bis 2018 einstellen, endgültig (permanenter Schock). Die Annahme, dass die Unsicherheit ab 2018 wieder abnimmt, schließt nicht aus, dass andere mit dem Brexit verbundene Auswirkungen anhalten.

Bei der Abbildung der erhöhten Unsicherheit mittels Zunahme von Risikoprämien werden in Abhängigkeit der Ausbreitung des Unsicherheitschocks drei Szenarien simuliert: in dem ersten Szenario betrifft die Schockwirkung ausschließlich die Aktienmärkte, in dem zweiten findet eine weitreichendere Kapitalverlagerung unter Aufkündigung vermeintlich risikoreicherer Anlagen statt, die auch die Staatsanleihen der in der Eurokrise besonders betroffenen Länder erfasst. Im Zuge dessen steigt die Rendite dieser Staatsanleihen wieder. In dem dritten Szenario greift der unter dem vorgenannten Szenario beschriebene Effekt auf die Unternehmensfinanzierung in diesen Ländern über, d.h. insbesondere die Rendite von Unternehmensanleihen steigt noch einmal zusätzlich im Vergleich zu der der Staatsanleihen.

Mit Hilfe des globalen makroökonomischen Modells NiGEM werden alle Risikoprämien jeweils um 100 Basispunkte geschockt. Dieser Anstieg der Risikoprämien ist zwar signifikant, aber vor dem Hintergrund der krisenhaften Entwicklung in den Jahren 2011 und 2012 keineswegs überzogen.

- In Szenario 1 betrifft der Anstieg die für Aktien relevante Prämie (Equity Risk Premium), die zeitgleich in 17 europäischen Ländern geschockt wird, um die Korrelation zwischen den Börsenplätzen abzubilden.
- In Szenario 2 wird zusätzlich bei der länderspezifischen Zinsstruktur in Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien angesetzt (Term Premium) basierend auf Bewegungen der entsprechenden Marktgrößen im Vorfeld der Brexit-Entscheidung (NIESR, 2016b).
- In Szenario 3 wird dann zusätzlich zu den beiden zuvor geschockten Prämien das Renditedifferential zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen in Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien vergrößert (Investment Risk Premium).

Die relevante Schockhöhe ist zwar schwer zu bestimmen; die Wahl von 100 Basispunkten für alle Größen lässt sich aber wie folgt motivieren: Unter stark vereinfachenden Annahmen lässt sich der

Wert eines Unternehmens als Barwert aller zukünftigen Erträge darstellen. Unterstellt man zudem derzeit einen risikofreien Zins nahe 0 % und eine Ausgangsrisikoprämie in Höhe von 4 %, so entspricht der Anstieg der Equity Risk Premium von 100 Basispunkten im Durchschnitt bis 2018 um 20 % verminderten Aktienkursen. Allein im Verlauf des ersten Tages nach der Brexit-Entscheidung gab der deutsche Aktienindex DAX bis zu 10 % nach. Im Fall der Term Premium ausgewählter 10-jähriger Staatsanleihen findet NIESR (2016b) für Tage, an denen Umfrageergebnisse auf eine Brexit-Mehrheit unter der britischen Bevölkerung deuteten, eine Zunahme der Term Premium irischer, italienischer, portugiesischer, spanischer und griechischer Staatsanleihen in einer Bandbreite zwischen 10 und 40 Basispunkten. Zudem verzeichnete jedes dieser Länder während der Eurokrise mindestens eine Quartalsveränderungsrate dieser Kenngröße in Höhe von 100 Basispunkten. Die entsprechende maximale Quartalsveränderungsrate des Renditedifferentials zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen während dieser Zeit lag für den gesamten Euroraum ebenfalls nahe 100 Basispunkten, wobei diese Kenngröße in den von der Eurokrise besonders betroffenen Staaten noch stärker anstieg.

Auch wenn der oben beschriebene Finanzmarktstress unmittelbar einsetzt, dürfte es etwas dauern, bis in den meisten Volkswirtschaften die realwirtschaftlichen Konsequenzen daraus spürbar werden. Insofern zielt die Diskussion der Resultate des obigen Risikoszenarios auf das Jahr 2017. Im ersten Szenario wird das BIP-Wachstum im Vereinigten Königreich allein aufgrund der gestiegenen Risikoprämien um 0,5 Prozentpunkte niedriger ausfallen als es bei einem anderen Votum der Fall gewesen wäre. Andere Studien (NIESR, 2016a) legen nahe, dass der Gesamteffekt der Entscheidung auf das BIP noch deutlich höher sein könnte. Die größten Einbußen gehen dabei von den Investitionen aus. Sinkende Aktienkurse bzw. die im Modell veranschlagten steigenden Eigenkapitalkosten führen zu einer Verschiebung von Investitionsvorhaben. Dieser Kanal wirkt ebenfalls, wenn auch in vermindertem Ausmaß, in den anderen europäischen Volkswirtschaften, in denen sich die Aktienkurse nach unten bewegen. Angelsächsische Volkswirtschaften zeichnen sich zudem durch eine höhere Sensitivität des Privaten Konsums gegenüber den Vermögenspreisen aus. Da dieser Wirkungskanal jedoch für die meisten kontinentaleuropäischen Volkswirtschaften begrenzt ist, fällt das BIP-Wachstum in Deutschland nur um 0,3 Prozentpunkte geringer aus, im Euroraum aufgrund der durchschnittlich schwächeren Handelsbeziehungen mit Großbritannien sogar nur um 0,2 Prozentpunkte.

Deutlicher werden die Effekte für den Euroraum, sobald die Unsicherheit Teile der Finanzmärkte über

die Aktienmärkte hinaus erfasst. In den Szenarien 2 und 3, in denen nun zusätzlich die Anleihe-Risikoprämien der von der Eurokrise am stärksten betroffenen Länder geschockt werden, fällt das BIP-Wachstum des Euroraums um 0,4 bzw. 0,6 Prozentpunkte geringer aus als in der Baseline. In Deutschland, das von den meisten Anlegern als ‚sicherer Hafen‘ betrachtet wird, bewirken die zusätzlichen Schocks über leicht verminderte Exporte nur einen marginalen zusätzlichen Wachstumsverlust, sodass die Wachstumsdifferenz zur Baseline insgesamt 0,4 Prozentpunkte beträgt. Dramatisch fällt jedoch die Lage in der oben beschriebenen Ländergruppe aus.

In Szenario 3 fällt die Entwicklung der Investitionen in Portugal um 5,6 Prozentpunkte, in Irland um 7,5, in Spanien um 8,3, in Italien um 11,8 und in Griechenland um 25,9 Prozentpunkte geringer aus als im Basisszenario. Die allmähliche wirtschaftliche Erholung des Euroraums wäre dahin; auch der ohnehin nur langsame Rückgang der Arbeitslosigkeit in den betroffenen Ländern verlangsamt sich bis 2018 noch-

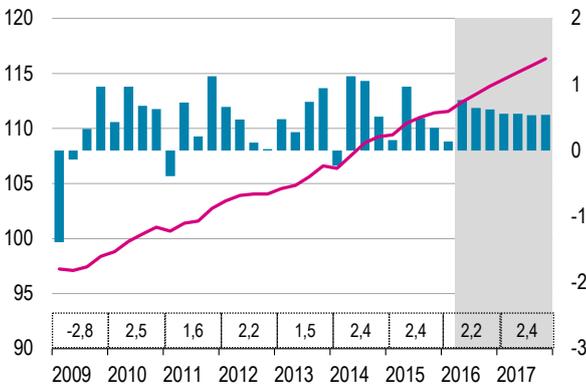
mals spürbar. Während Spanien und Portugal noch positive BIP-Wachstumsraten von 1,4 % bzw. 0,6 % aufweisen würden, würde Italien zurück in die Stagnation fallen (Nullwachstum). Griechenlands Rezession würde bis 2018 andauern und noch einmal deutlich an Schärfe zunehmen (2017: -1,7 %).

Das vorliegende moderate Risikoszenario macht deutlich, welche schädlichen Ansteckungseffekte eine Zunahme der Unsicherheit an den Finanzmärkten auf die europäische Konjunktur haben kann. Selbst bei einem – unter den gegenwärtigen Umständen – nur geringen Schock von 100 Basispunkten droht der Abbruch der ohnehin zögerlichen Aufwärtsentwicklung. Auch in Deutschland ist die Wirtschaft in Gefahr, in einen merklich verlangsamten Aufschwung zurückzufallen. Für den Rest des Euroraums, insbesondere für die Krisenländer, drohen Stagnation und Rezession. Diese Resultate untermauern damit den dringenden Bedarf, auf europäischer Ebene dieser Unsicherheit entschlossen entgegenzuwirken.

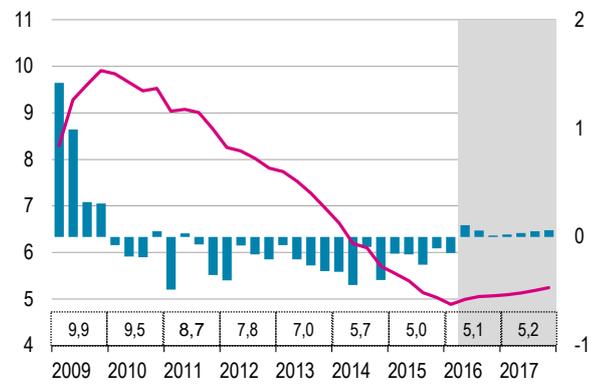
**Konjunktur in den USA**

Abbildung A

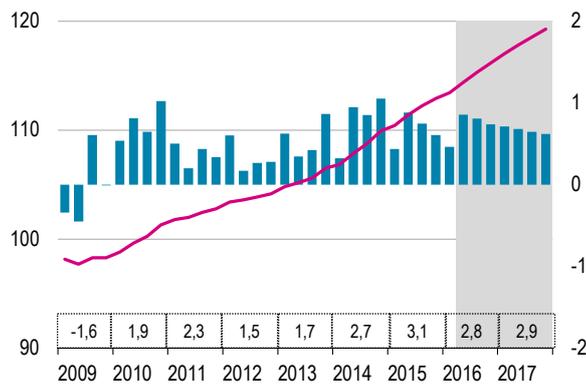
**Bruttoinlandsprodukt**



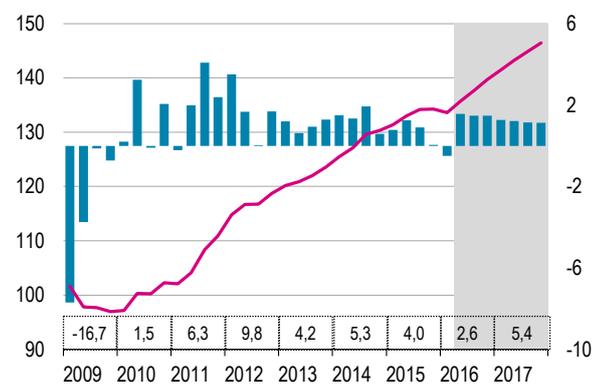
**Arbeitslosenquote**



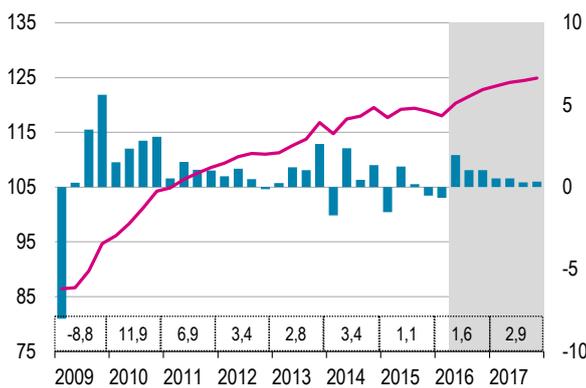
**Private Konsumausgaben**



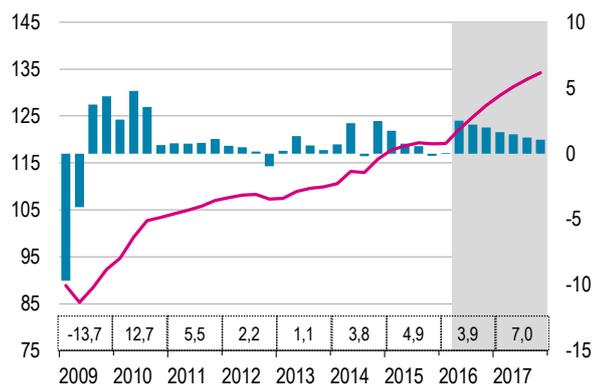
**Bruttoanlageinvestitionen**



**Exporte von Gütern und Dienstleistungen**



**Importe von Gütern und Dienstleistungen**



■ Mittelwert 2010=100 (linke Skala)  
 ■ Prognose

■ Veränderungen gegenüber dem Vorquartal in % (rechte Skala)  
 □ Jahresdurchschnittsrate

Saisonbereinigte Verläufe. Ab 2. Quartal 2016 Prognose des IMK.

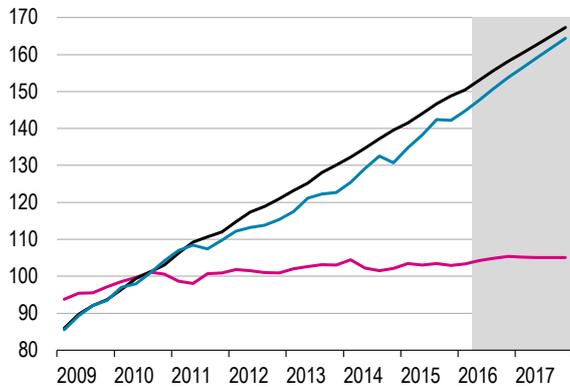
Die Wachstumskräfte in den USA zeigen sich im Prognosezeitraum stabil. Der gedämpfte Start ins Jahr 2016 sollte aufgrund des Wintereffekts im Jahresverlauf annähernd aufgeholt werden. Angesichts der guten Beschäftigungslage bleibt der Konsum wichtigster Wachstumstreiber. Nach Angaben der Bundesbank (2016) lassen sich drei Viertel des Rückgangs der Investitionen allein auf Korrekturen in der Ölindustrie zurückführen. Allerdings weist auch die gesamte Kapazitätsauslastung einen rückläufigen Trend auf. Dagegen liefern die Bauinvestitionen einen positiven Wachstumsbeitrag.

Quellen: NiGEM; Berechnungen des IMK.

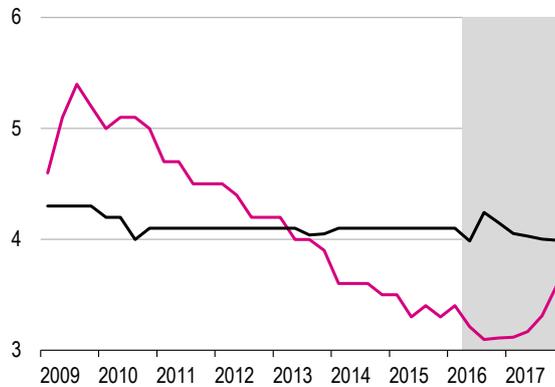
**Konjunktur in Asien**

Abbildung B

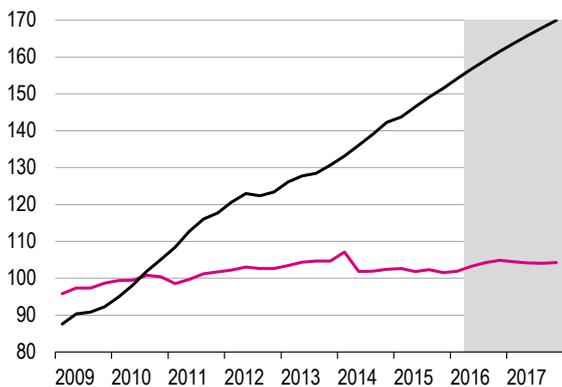
Bruttoinlandsprodukt



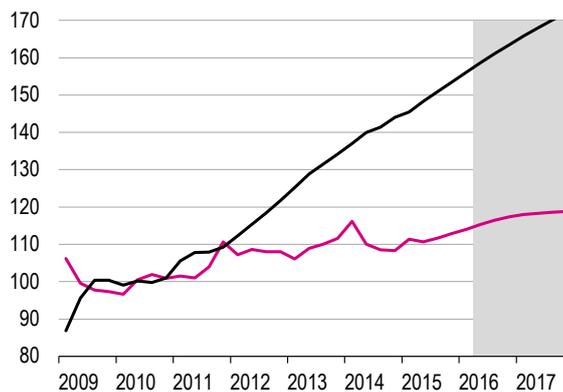
Arbeitslosenquote



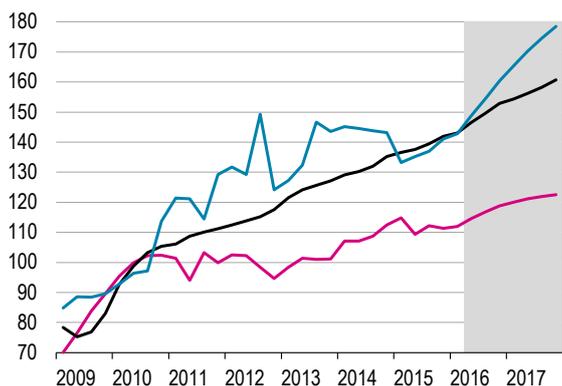
Private Konsumausgaben



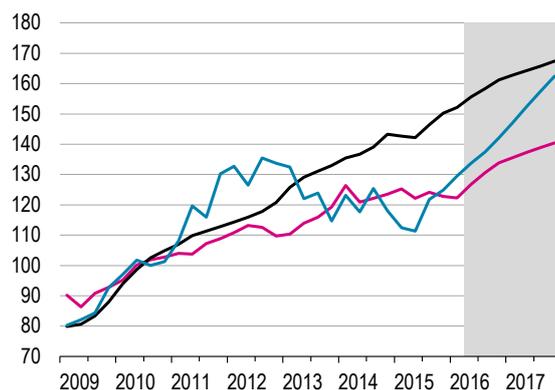
Bruttoanlageinvestitionen



Exporte von Gütern und Dienstleistungen



Importe von Gütern und Dienstleistungen



Japan (Mittelwert 2010=100)  
China (Mittelwert 2010=100)

Indien (Mittelwert 2010=100)  
Prognose

NiGEM bietet weder eine Trennung zwischen Konsum und Investitionen für Indien, noch eine explizite Arbeitsmarktmmodellierung. Saisonbereinigte Verläufe. Ab 2. Quartal 2016 Prognose des IMK.

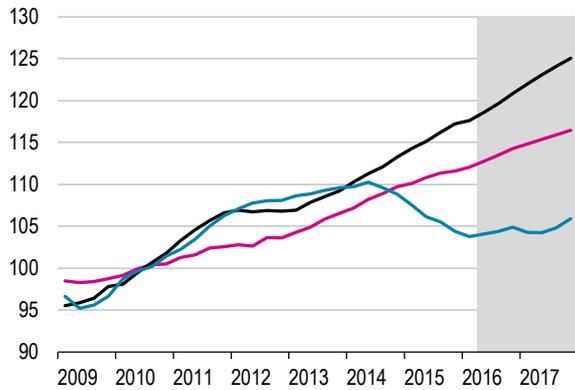
Die japanische Konjunktur ist mit einem Quartalswachstum von 0,4 % überraschend gut ins Jahr 2016 gestartet. Stärkster Treiber waren hierbei die privaten Konsumausgaben. Angesichts des nach wie vor fehlenden Lohndrucks ist jedoch fraglich, ob sich der private Verbrauch im Jahresverlauf ähnlich stark weiter entwickelt. Der Strukturwandel zu mehr Binnenwachstum in China, vor allem im Dienstleistungssektor, setzt sich fort. Dieser ist zwar mit einer Wachstumsverlangsamung verbunden, ohne dass jedoch ein Konjunkturreinbruch droht. Bei Bedarf kommt es zu konjunkturellen Stützungsmaßnahmen seitens des Staates. Unter den großen Volkswirtschaften verzeichnet Indien weiterhin die höchsten Wachstumsraten.

Quellen: NiGEM; Berechnungen des IMK.

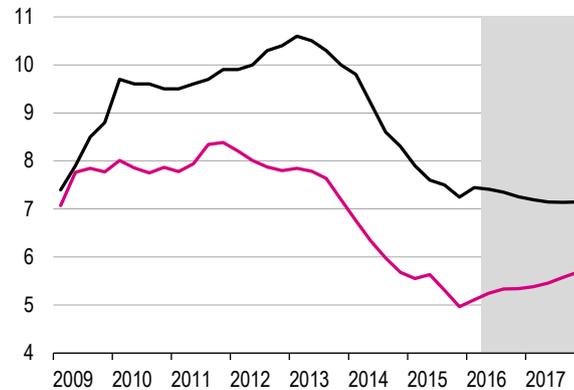
**Konjunktur in Europa außerhalb des Euroraums**

Abbildung C

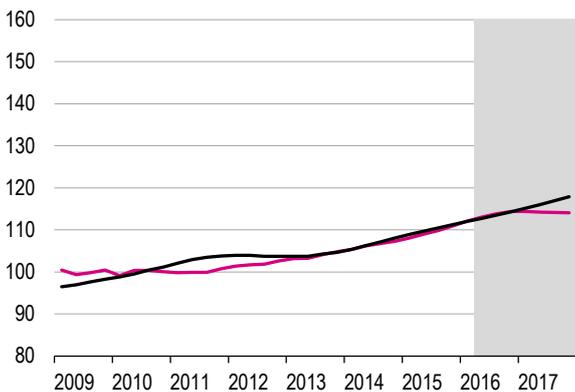
Bruttoinlandsprodukt



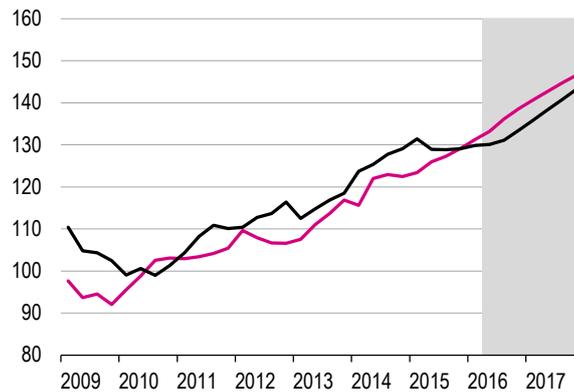
Arbeitslosenquote



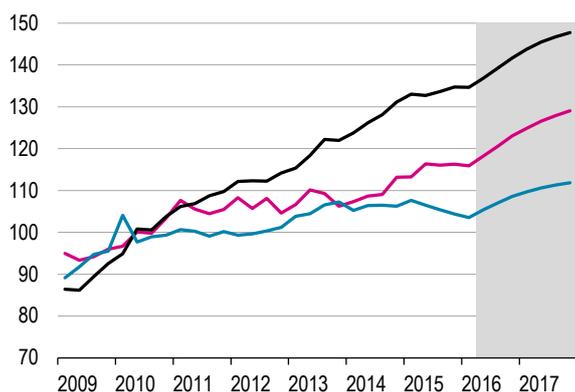
Private Konsumausgaben



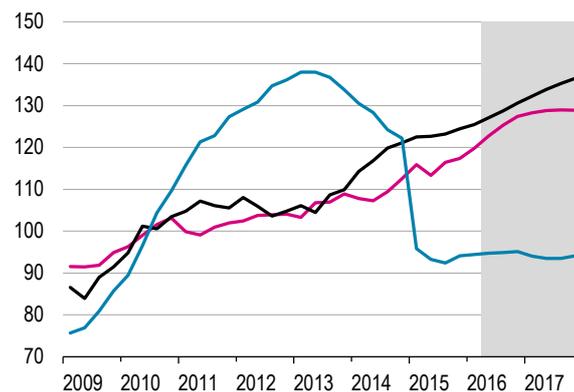
Bruttoanlageinvestitionen



Exporte von Gütern und Dienstleistungen



Importe von Gütern und Dienstleistungen



— Vereinigtes Königreich (Mittelwert 2010=100)  
 — Polen (Mittelwert 2010=100)

— Russland (Mittelwert 2010=100)  
 — Prognose

NiGEM bietet weder eine Trennung zwischen Konsum und Investitionen für Russland, noch eine explizite Arbeitsmarktmodellierung. Saisonbereinigte Verläufe. Ab 2. Quartal 2016 Prognose des IMK.

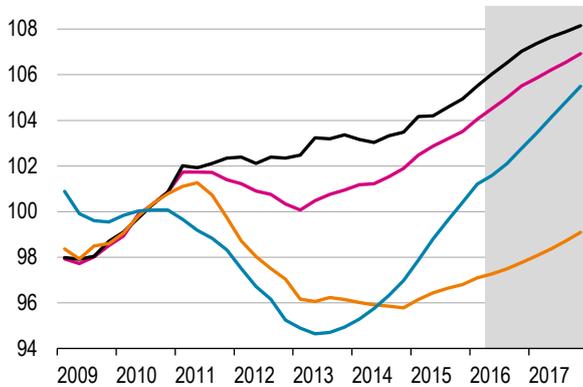
In Russland zeigen sich erste Anzeichen für eine Abschwächung des konjunkturellen Abschwungs. So sind die Nettoexporte im Gegensatz zu den Vorquartalen erstmalig wieder gestiegen. Die Erholung der Rohölpreise im zweiten Quartal 2016 wirkt zusätzlich stabilisierend. Unsicherheit über einen möglichen Brexit könnte zu einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums im ersten Quartal 2016 beigetragen haben. Zwar weist die bisher vorliegende Schnellschätzung in diese Richtung; andererseits unterliegt sie jedoch einer hohen Revisionsanfälligkeit. In Polen zeigt sich das Wachstum insgesamt robust.

Quellen: NiGEM; Berechnungen des IMK.

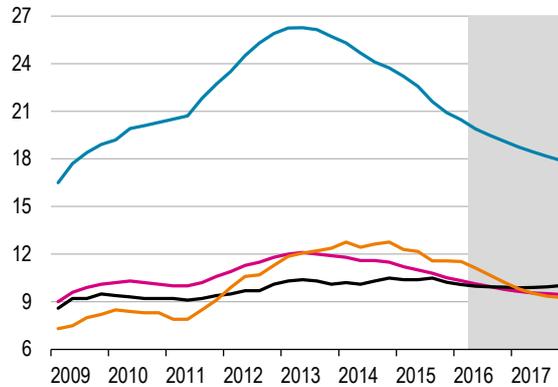
**Konjunktur im Euroraum**

Abbildung D

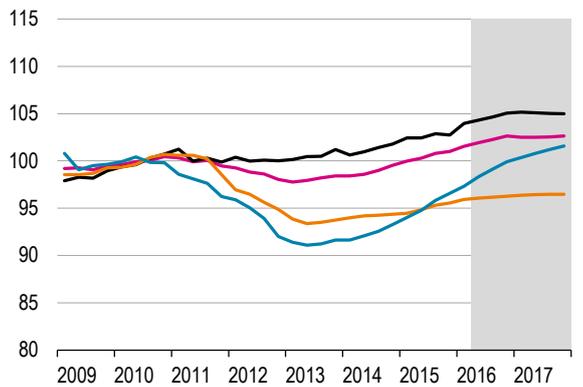
Bruttoinlandsprodukt



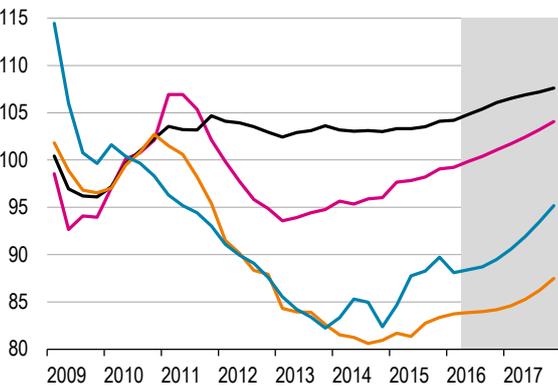
Arbeitslosenquote



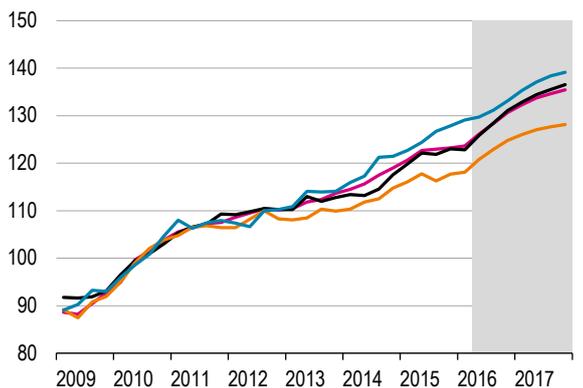
Private Konsumausgaben



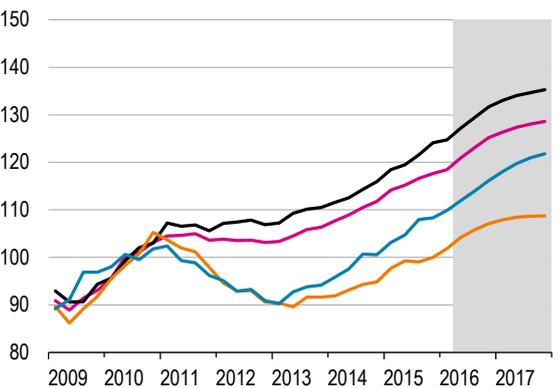
Bruttoanlageinvestitionen



Exporte von Gütern und Dienstleistungen



Importe von Gütern und Dienstleistungen



■ Euroraum (Mittelwert 2010=100)  
■ Frankreich (Mittelwert 2010=100)  
■ Spanien (Mittelwert 2010=100)

■ Italien (Mittelwert 2010=100)  
 Prognose

Saisonbereinigte Verläufe. Ab 2. Quartal 2016 Prognose des IMK.

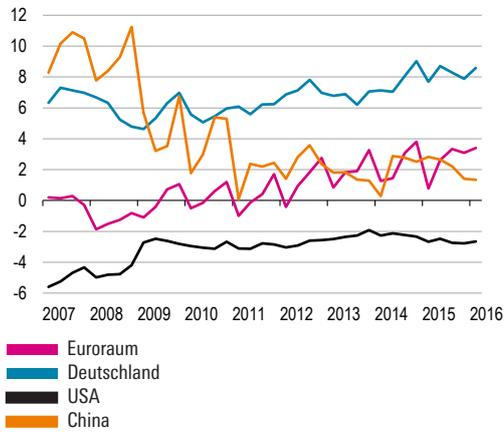
Die Erholung der Konjunktur im Euroraum setzte sich zu Jahresbeginn fort. In Frankreich zeigte sich das Wachstum im ersten Quartal mit 0,6 % überraschend kräftig; die Arbeitslosigkeit verharrte jedoch auf dem Niveau der Vorperioden. Das Wachstum in Italien entsprach mit 0,3 % im gleichen Zeitraum den Erwartungen. Im Jahresverlauf wird sich erweisen, ob der im April eingesetzte Branchenfonds wirksam zur Reduzierung notleidender Kredite in den Bankbilanzen beiträgt. In Spanien zeigt sich das Wachstum insgesamt robust. Auch die Arbeitslosigkeit verringert sich weiter; sie wird aber im europäischen Vergleich auch gegen Ende des Prognosezeitraums immer noch auf sehr hohem Niveau liegen.

Quellen: NiGEM; Berechnungen des IMK.

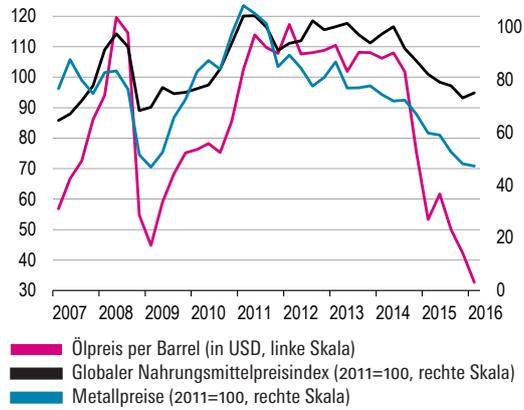
**Indikatoren Makro- und Finanzstabilität**

Abbildung E

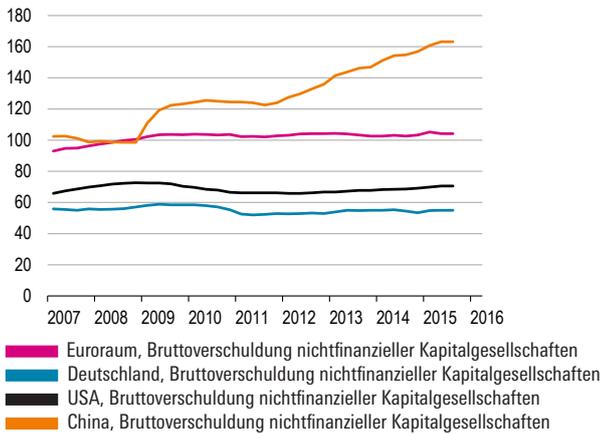
**Leistungsbilanzsaldo (in % des BIP)**



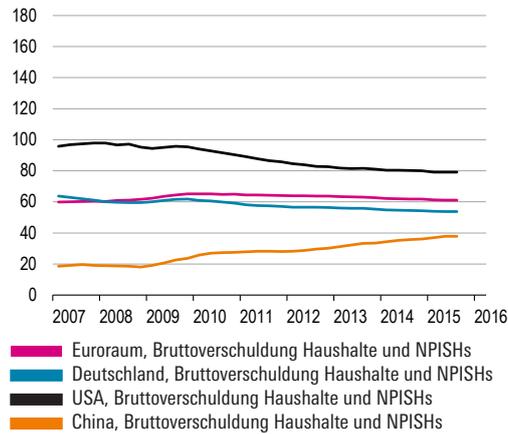
**Rohstoffpreise**



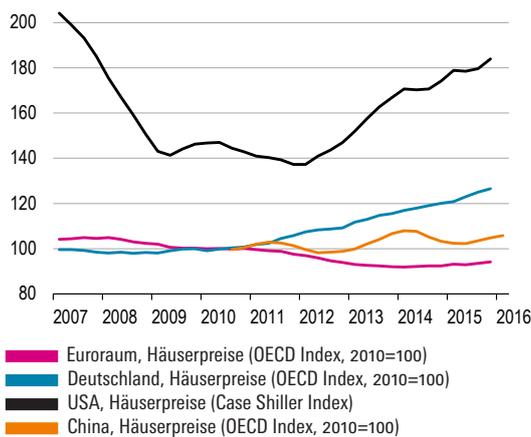
**Verschuldung der Unternehmen (in % des BIP)**



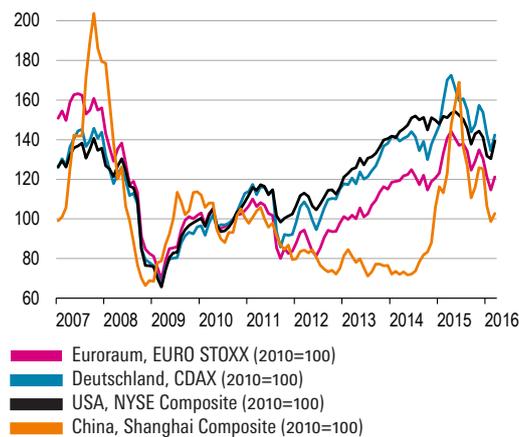
**Verschuldung der Haushalte (in % des BIP)**



**Häuserpreise**



**Aktienkurse**



Während Chinas Leistungsbilanzüberschuss in den letzten Jahren zurückgegangen ist, verzeichnet der Euroraum als Ganzes inzwischen einen merklichen und anhaltenden Leistungsbilanzüberschuss. Dabei bewegt sich der deutsche Saldo mit 8,5 % des BIP weiterhin auf Rekordniveau. Werte in dieser Höhe tragen zur globalen Makro-Instabilität bei. Das amerikanische Leistungsbilanzdefizit weitet sich am aktuellen Rand leicht aus. Die globalen Rohstoffpreise haben ihre Tiefstwerte im ersten Quartal 2016 erreicht; seitdem erholen sie sich etwas. Bei den Verschuldungswerten der Privatsektoren ragt vor allem die Verschuldung im chinesischen Unternehmenssektor heraus. Diese stellt eine strukturelle Gefahr für die globale Finanzmarktstabilität dar. Sowohl die Entwicklung der amerikanischen als auch der deutschen Hauspreise seit etwa 2012 weist auf Überbewertungen in den Metropolregionen hin. Die Aktienmärkte sind nach Turbulenzen gegen Ende des vergangenen Jahres wieder aufwärtsgerichtet.

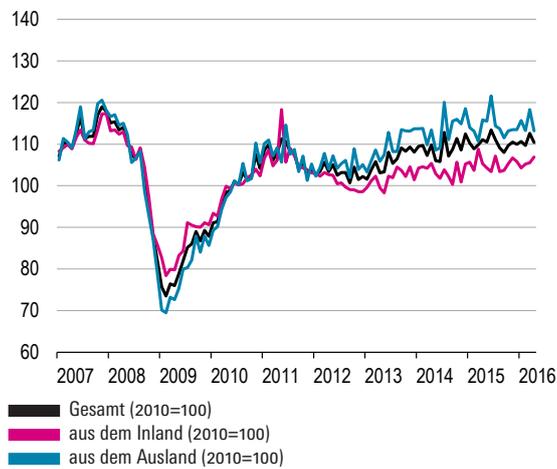
Quellen: Macrobond; NiGEM; BIZ; OECD.

**Frühindikatoren Deutschland**

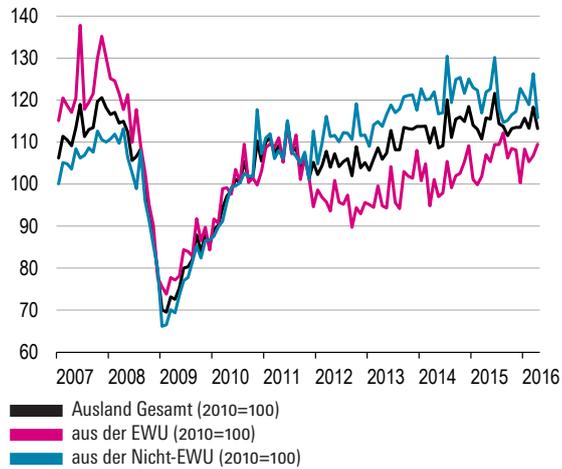
Abbildung F

**Auftragsrückstellungen deutscher Unternehmen<sup>1</sup>**

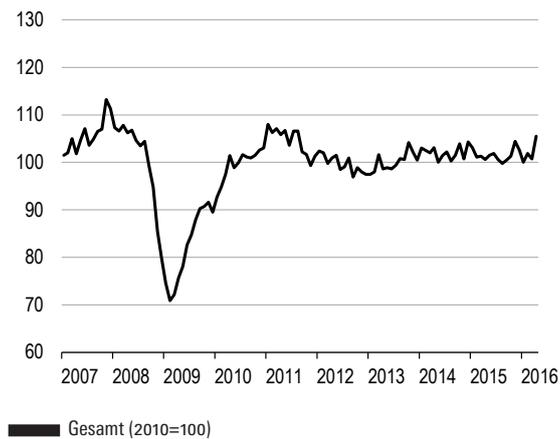
**Industrie**



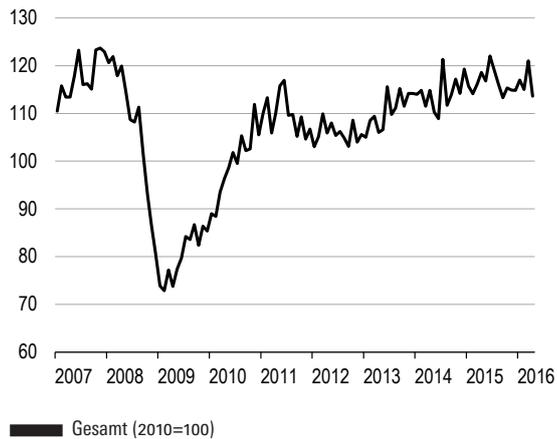
**Auslandsaufträge**



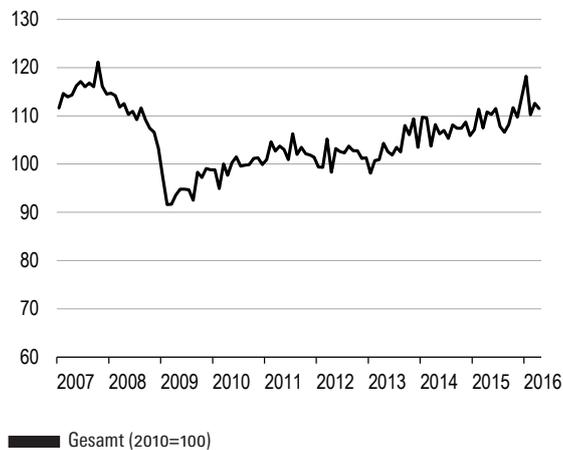
**Vorleistungsgüter**



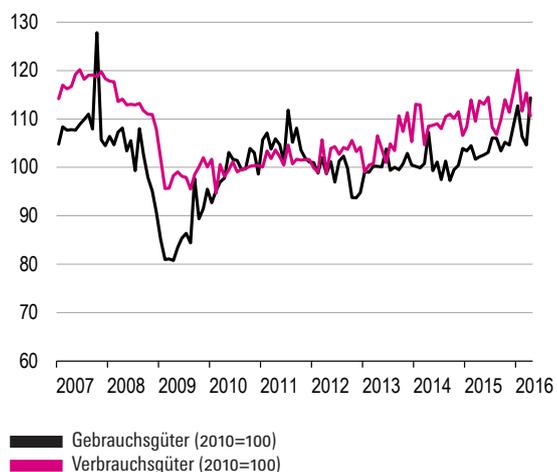
**Investitionsgüter**



**Konsumgüter**



**Ge- und Verbrauchsgüter**

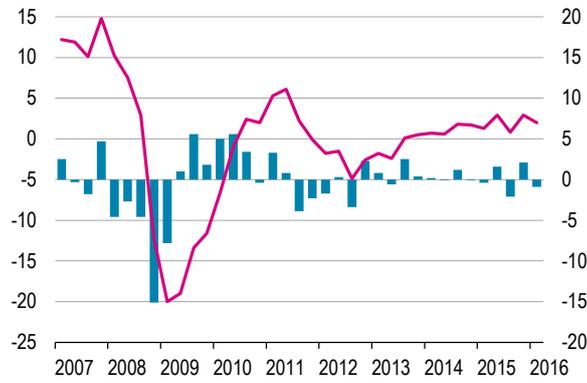


<sup>1</sup> Volumen, kalender- und saisonbereinigt.

**Frühindikatoren Deutschland**

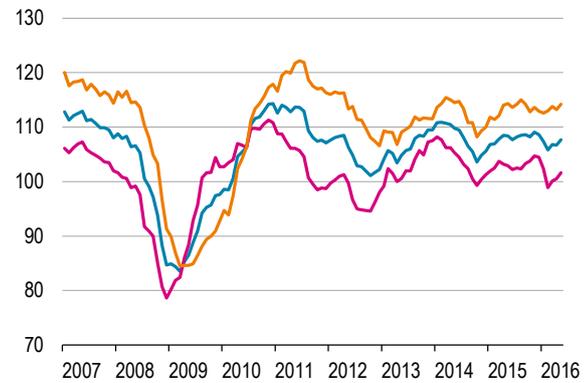
Abbildung G

**Order-Capacity-Index**



Index (in %, linke Skala)  
Veränderung (in Prozentpunkten, rechte Skala)

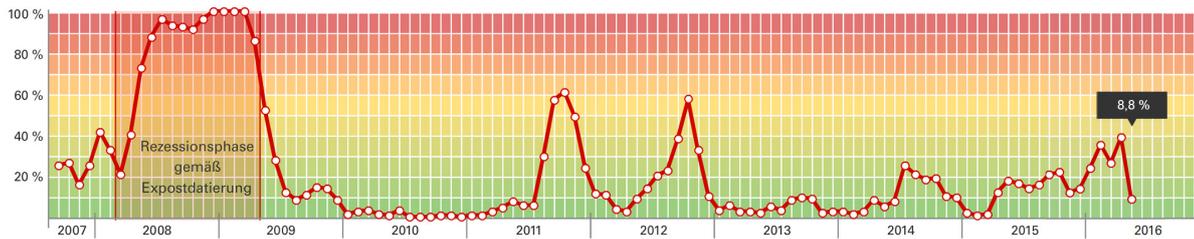
**ifo Geschäfts-klima-Index**



Geschäftsklima  
Geschäftserwartung  
Geschäftsbeurteilung

**IMK Konjunkturindikator**

Rezessionswahrscheinlichkeiten - Ausblick für die nächsten 3 Monate



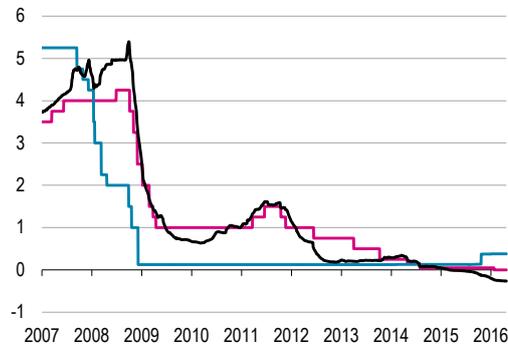
Quellen: Statistisches Bundesamt; ifo Institut; Berechnungen des IMK.



**Monetäre Rahmenbedingungen**

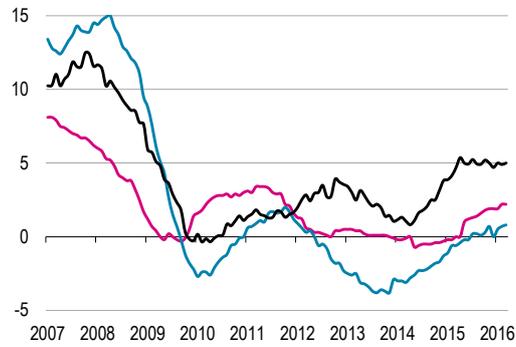
Abbildung H

Leitzinsen im Euroraum und den USA (in %)



- Hauptrefinanzierungssatz der EZB
- Federal Funds Rate
- 3-Monats Euribor

Geldmenge und Kreditvolumen



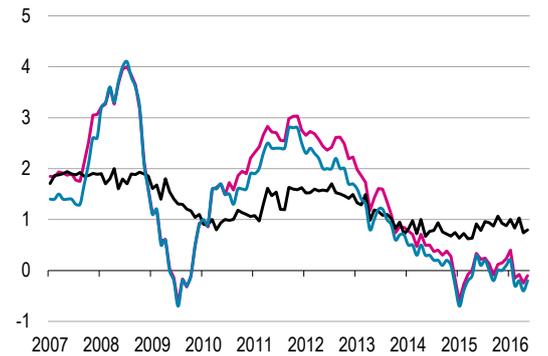
- Buchkredite an private Haushalte (Veränderung gg. Vorjahr in %)
- Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (wie oben)
- Geldmenge M3 (Veränderungen gg. Vorjahr in %)

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



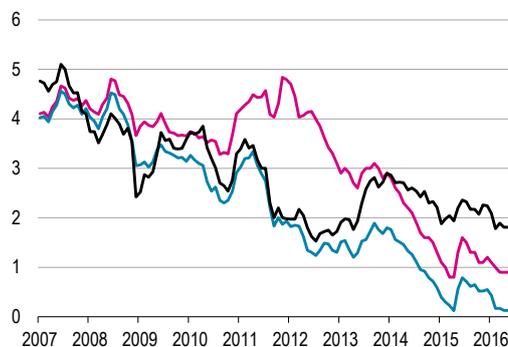
- USD / EUR (linke Skala)
- Real effektiver Außenwert des Euro (Index 1999Q1=100, rechte Skala)
- Indikator preislicher Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands (rechte Skala)

Harmonisierte Verbraucherpreise (HVPI)



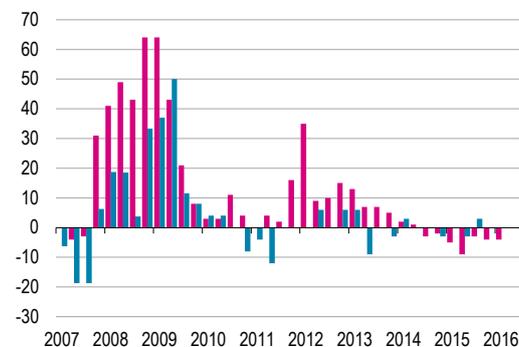
- HVPI Euroraum (Veränderung gg. Vorjahr in %)
- HVPI ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol, Tabak (wie HVPI)
- HVPI zu konstanten Steuersätzen (Veränderung gg. Vorjahr in %)

Renditen 10-jähriger Staatsanleihen (in %)



- Euroraum
- USA
- Deutschland

Kreditvergabestandards (Bank Lending Survey)



- Euroraum
- Deutschland

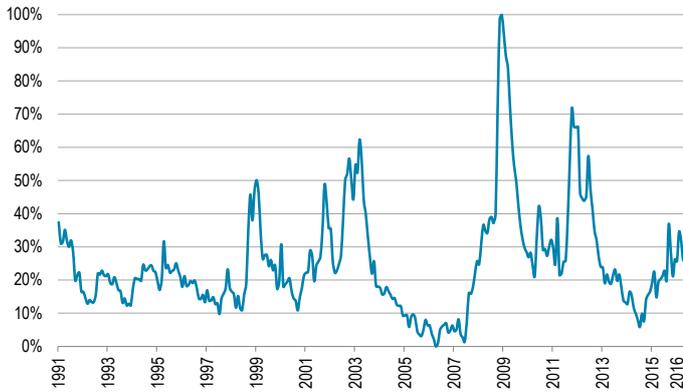
<sup>1</sup> Real effektiver Außenwert auf Basis der Verbraucherpreise gegenüber 38 Ländern (Euroraum) bzw. 56 Ländern (Deutschland).

Quellen: Deutsche Bundesbank; Eurostat; Europäische Zentralbank; Federal Reserve.

**Risikomaße**

Abbildung I

Finanzmarktstress für Deutschland

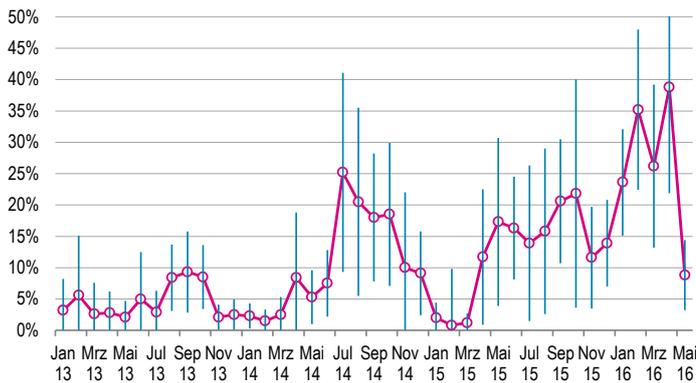


Quellen: Macrobond, Berechnungen des IMK.

Die dem IMK Finanzmarktstressindikator zugrunde liegende Information umfasst Daten zum Kreditwachstum, zur Volatilität von Aktien- und Rohstoffpreisen, Raten von Kreditausfallversicherungen sowie EZB-spezifische Daten wie Einlagen- und Spitzenrefinanzierungsfazilität und TARGET-Salden.

Basierend auf 28 hauptsächlich nichtstationären Zeitreihen wird dann mittels statischer Faktoranalyse derjenige Faktor (Hauptkomponente) bestimmt, der den Großteil der verbleibenden Schwankungen aller Zeitreihen beschreibt, nachdem diese um ihr Trendwachstum bereinigt wurden. Hochpunkte dieses Faktors kennzeichnen Finanzmarktkrisen, wobei in der Abbildung 100 % Finanzmarktstress der Krise von 2007/08 zugeordnet wird. Am aktuellen Rand (Endstand Mai) ist der Marktstress von 26 % im Vormonat auf 27 % leicht angestiegen.

Rezessionswahrscheinlichkeit mit Streuung



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

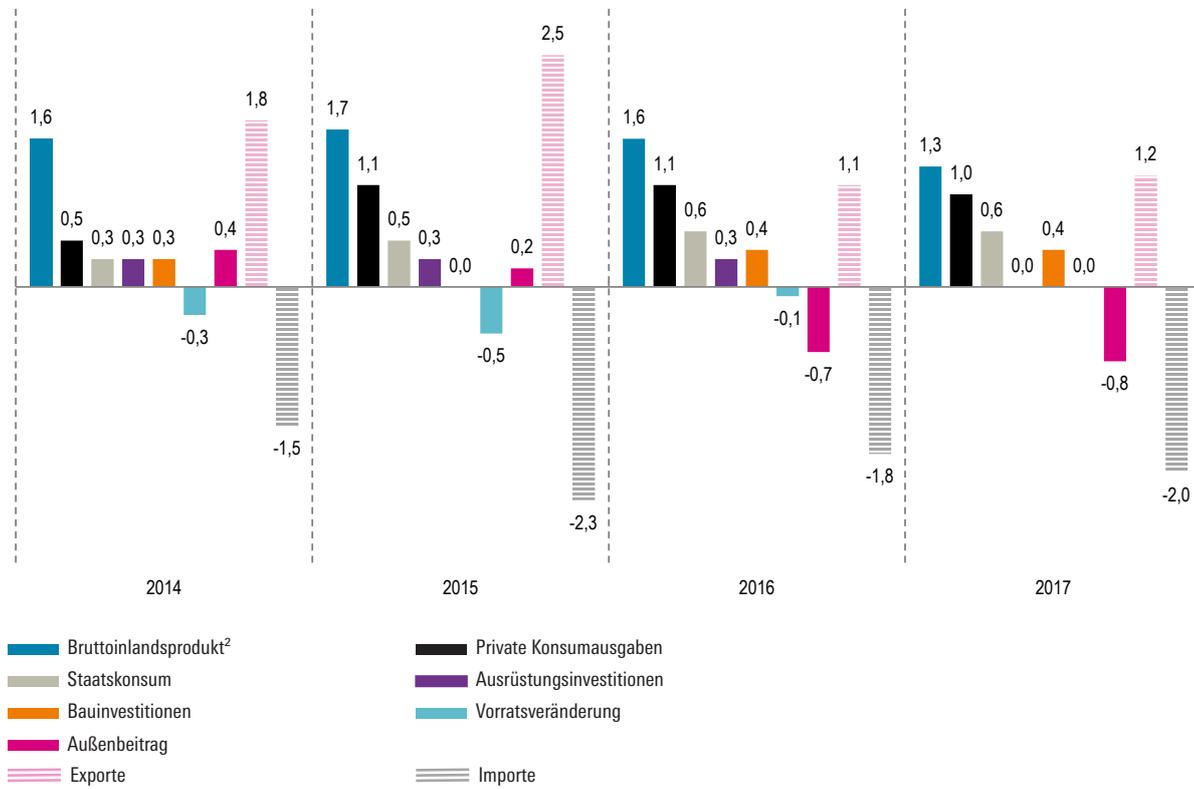
In den IMK-Konjunkturindikator (Abbildung G) fließen zahlreiche Daten aus der Real- und der Finanzwirtschaft ein. Darüber hinaus berücksichtigt das Instrument Stimmungsindikatoren. Das IMK nutzt dabei die Industrieproduktion als Referenzwert für eine Rezession, weil diese rascher auf einen Nachfrageeinbruch 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 Rückgang der Rezessionswahrscheinlichkeit am aktuellen Rand basiert im Wesentlichen auf einer in der Tendenz weiteren Aufhellung der Stimmungsindikatoren und der Abschwächung negativer Einflussfaktoren.

**Wachstumsbeiträge**

Abbildung J

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



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

<sup>2</sup> in %.

Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen des IMK, ab 2016 Prognose des IMK.

## LITERATUR

Alle IMK-Publikationen finden Sie auch online unter:

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

**Blanchard, O. / Ecery, C. J. / Lindé, J. (2015):** Jump-Starting the Euro Area Recovery: Would a Rise in Core Fiscal Spending Help the Periphery? NBER Working Paper No. 21426.

**Deutsche Bundesbank (2016):** Internationales und Europäisches Umfeld. In: Monatsbericht Mai, Bd. 68, H. 5, S. 16.

**EZB (2016):** The Euro Area Bank Lending Survey. First Quarter of 2016. Europäische Zentralbank, Frankfurt/M., April 2016.

**Horn, G.A. / Behringer, J. / Herzog-Stein, A. / Hohlfeld, P. / Rietzler, K. / Stephan, S. / Theobald, T. / Tober, S. (2016):** Deutsche Konjunktur robust in rauem Klima. Prognose der wirtschaftlichen Entwicklung 2016/2017. IMK Report Nr. 113, April.

**NIESR (2016a):** The economic consequences of leaving the EU. NIESR Review 236. National Institute of Economic and Social Research, London.

**NIESR (2016b):** Sovereign Risk and the Referendum – How have bonds responded? NiGEM Observations Nr. 2. National Institute of Economic and Social Research, London.

Abgeschlossen am 27. Juni 2016

## 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: Dr. Katja Rietzler  
Pressekontakt: Rainer Jung, (02 11) 77 78-15 0

ISSN 1861-3683

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

### Autoren

Prof. Dr. Gustav Horn, [gustav-horn@boeckler.de](mailto:gustav-horn@boeckler.de)  
Peter Hohlfeld, [peter-hohlfeld@boeckler.de](mailto:peter-hohlfeld@boeckler.de)  
Dr. Sabine Stephan, [sabine-stephan@boeckler.de](mailto:sabine-stephan@boeckler.de)  
Dr. Thomas Theobald, [thomas-theobald@boeckler.de](mailto:thomas-theobald@boeckler.de)  
Dr. Silke Tober, [silke-tober@boeckler.de](mailto:silke-tober@boeckler.de)