



Kieler **Diskussionsbeiträge**



Weltkonjunktur im Herbst 2014

Nr. 543/544 | Oktober 2014

Institut für Weltwirtschaft Kiel

Web: www.ifw-kiel.de

KIELER DISKUSSIONSBEITRÄGE

Herausgegeben vom Institut für Weltwirtschaft

24100 Kiel

Tel: +49/431/8814-1; Website: <http://www.ifw-kiel.de>

Schriftleitung:

Prof. Dr. Harmen Lehment

Tel: +49/431/8814-232; E-Mail: harmen.lehment@ifw-kiel.de

ISSN 0455-0420

© Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel 2014.

Alle Rechte vorbehalten. Ohne ausdrückliche Genehmigung des Verlages ist es auch nicht gestattet, das Werk oder Teile daraus in irgendeiner Form (Fotokopie, Mikrofilm oder einem anderen Verfahren) zu vervielfältigen oder unter Verwendung elektronischer Systeme zu verarbeiten oder zu verbreiten.

Inhalt

Weltwirtschaftliche Expansion ohne Schwung 3

Klaus-Jürgen Gern, Nils Jannsen, Martin Plödt und Joachim Scheide

Kasten 1: Zur Schwäche des Welthandels 5

Euroraum: Dämpfer für die Konjunktur 32

*Klaus-Jürgen Gern, Dominik Groll, Joachim Scheide, Tim Schwarzmüller
und Maik Wolters*

Kasten 1: Wie wahrscheinlich ist eine Deflationsspirale im Euroraum? Eine Analyse
anhand einer Phillips-Kurve 34

Weltwirtschaftliche Expansion ohne Schwung

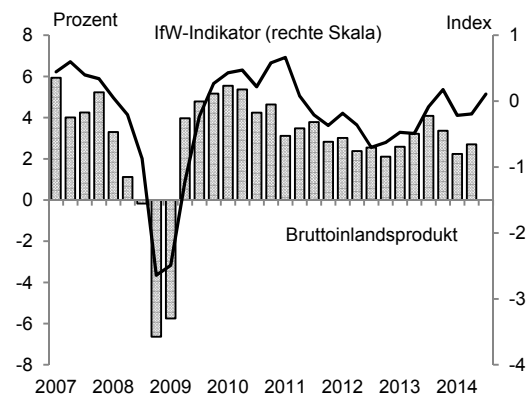
Klaus-Jürgen Gern, Nils Jannsen, Martin Plödt und Joachim Scheide

Zusammenfassung:

Die weltwirtschaftliche Expansion ist im Verlauf des Jahres 2014 erneut ins Stocken geraten. Von einem Aufschwung, der von allen Regionen getragen wird, ist die Weltwirtschaft weit entfernt. Sie bleibt anfällig für Störungen, sei es durch geopolitische Entwicklungen, sei es durch Turbulenzen an den Finanzmärkten. Wir erwarten zwar, dass sich die Weltkonjunktur im kommenden Jahr festigt, die Dynamik wird aber wohl vorerst moderat bleiben. Getragen wird die Belebung vor allem von den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. In den Vereinigten Staaten wird sich der Produktionsanstieg spürbar verstärken, und der Euroraum dürfte sich wieder aus der Stagnation lösen. Hingegen wird die Dynamik in den Schwellenländern auch im kommenden Jahr noch gedämpft sein. Zu den konjunkturellen Problemen kommt hinzu, dass sich die zugrunde liegende Wachstumsdynamik in den Schwellenländern offenbar abgeschwächt hat. Alles in allem rechnen wir mit einem Anstieg der Weltproduktion im laufenden Jahr um 3,2 Prozent, für 2015 erwarten wir einen Zuwachs um 3,7 Prozent. Damit haben wir unsere Erwartung im Vergleich zum Juni für dieses Jahr um 0,4 und für nächstes Jahr um 0,3 Prozentpunkte reduziert. Die Prognose könnte sich noch als zu optimistisch erweisen, insbesondere wenn die geopolitischen Spannungen weiter zunehmen sollten.

Die weltwirtschaftliche Expansion ist im Verlauf des Jahres 2014 erneut ins Stocken geraten. Die Weltproduktion nahm im ersten Halbjahr 2014 mit einer laufenden Jahresrate von 2,5 Prozent deutlich langsamer zu als im Halbjahr zuvor, in dem eine Zuwachsrate von 3,7 Prozent verzeichnet worden war (Abbildung 1). Hinter den Erwartungen blieb insbesondere die Konjunktur in den Schwellenländern zurück, wo sich die finanziellen Rahmenbedingungen verschlechtert haben, nachdem es im Sommer des vergangenen Jahres und zu Beginn dieses Jahres zu zum Teil krisenhaften Kapitalabflüssen gekommen war und sich die wirtschaftspolitischen Defizite nun deutlicher bemerkbar machen. Belastend wirkten zudem zunehmende geopolitische Spannungen. Erhebliche Auswirkungen hat vermutlich insbesondere die Zuspitzung des Konflikts in der Ukraine vor allem auf das Wirtschaftsgeschehen in Europa gehabt. So haben sich die Stimmungsindikatoren im Euroraum im Verlauf des Sommerhalbjahrs wohl auch deshalb spürbar verschlechtert, und die sich anbahnende konjunkturelle Erholung ist zunächst einmal wieder zum Erliegen gekommen. Schließlich waren in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften Sonderfaktoren wichtig wie der ungewöhnlich harte Winter in den Vereinigten Staaten und die Mehrwertsteuererhö-

Abbildung 1:
Weltwirtschaftliche Aktivität 2007–2014



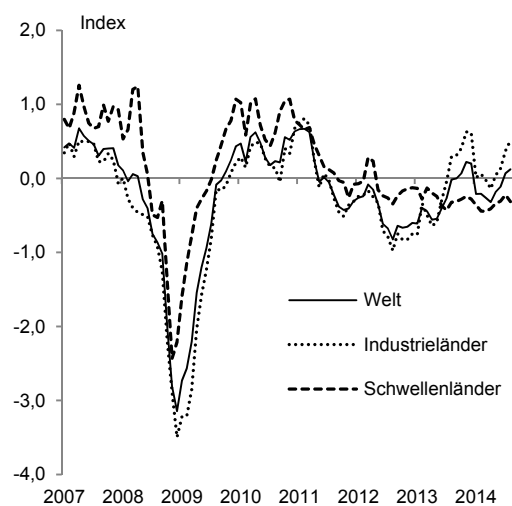
Quartalsdaten; saisonbereinigt; Indikator berechnet auf Basis von Stimmungskindikatoren aus 42 Ländern; Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate.

Quelle: OECD; *Main Economic Indicators*; nationale Quellen; eigene Berechnungen.

hung in Japan. Sie wirkten insgesamt dämpfend, haben aber vor allem die Schwankungen der Produktion von Quartal zu Quartal beeinflusst.

Der IfW-Indikator für die weltwirtschaftliche Aktivität, der auf der Basis von Stimmungsindikatoren aus 42 Ländern berechnet wird, hat sich nach der Abschwächung im ersten Halbjahr zuletzt wieder deutlich erhöht. Dies spricht für sich genommen dafür, dass die weltwirtschaftliche Aktivität in den kommenden Monaten wieder anzieht. Allerdings zeigt sich bei einer Betrachtung im Detail, dass von einer Aufhellung der Stimmung auf breiter Front nicht gesprochen werden kann. Vielmehr beschränkt sich die Verbesserung der Indikatoren auf die fortgeschrittenen Volkswirtschaften und hier insbesondere die Vereinigten Staaten. Hingegen haben sich die konjunkturellen Klimaindikatoren in Europa bis zuletzt weiter abgeschwächt, und in den Schwellenländern blieben sie insgesamt gedrückt (Abbildung 2). So dürfte die weltwirtschaftliche Expansion wohl vorerst weiter mäßig und anfällig für Rückschläge bleiben.

Abbildung 2:
Weltwirtschaftsklima nach Ländergruppen 2007–2014

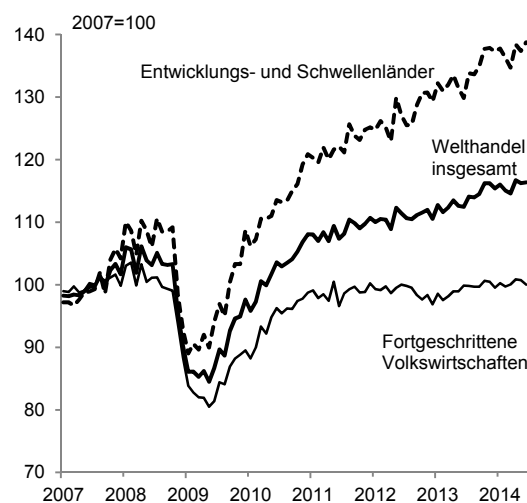


Monatsdaten, saisonbereinigt; teilweise geschätzt; auf der Basis der im IfW-Indikator enthaltenen Stimmungsindikatoren für 42 Länder (34 fortgeschrittene Volkswirtschaften und 8 Schwellenländer).

Quelle: Eigene Berechnungen.

Der Welthandel entwickelte sich im bisherigen Verlauf des Jahres erneut schwach. Nach den Berechnungen des CPB lag er im Juni nur geringfügig höher als zu Jahresbeginn (Abbildung 3). Dabei war der Außenhandel in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften sogar leicht rückläufig, aber auch die Exporte und Importe der Schwellenländer, deren Ausweitung für den Anstieg des Welthandels in den vergangenen Jahren hauptsächlich verantwortlich gewesen war, zeigte nur eine geringe Dynamik. Bereits seit geraumer Zeit steigt der Welthandel schwächer als es die Entwicklung der Weltproduktion nach den zuvor verzeichneten Relationen hätte erwarten lassen. Diese Verringerung der Elastizität dürfte zu einem Teil dauerhaft sein, ist teilweise aber wohl auch durch die derzeitige Struktur der weltwirtschaftlichen Expansion bedingt, die durch die konjunkturelle Schwäche des Euroraums geprägt ist, der eine besonders hohe Handelsintensität aufweist, und insoweit temporärer Natur (Kasten 1).

Abbildung 3:
Welthandel 2007–2014



Monatsdaten; preis- und saisonbereinigt.

Quelle: CPB, World Trade Monitor; eigene Berechnungen.

Kasten 1:

Zur Schwäche des Welthandels

Der Welthandel hat im Jahr 2011 spürbar an Dynamik eingebüßt und expandiert seitdem mit recht niedrigen Raten. Zwar ging diese Entwicklung mit einer sich weltweit verlangsamenden Konjunktur einher. Allerdings entwickelte sich der Welthandel noch schwächer als es gemäß historischer Erfahrungen bei einem solchen Anstieg des weltweiten Bruttoinlandsprodukts zu erwarten gewesen wäre. Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, ob sich der Zusammenhang zwischen Welthandel und Weltproduktion dauerhaft geändert hat oder ob es sich um ein vorübergehendes Phänomen handelt.

Für die Schwäche des Welthandels ist eine Reihe von Gründen angeführt worden, wobei nicht immer eindeutig ist, ob diese Gründe struktureller oder temporärer Natur sind.^a Eher strukturelle Gründe stehen hinter der Hypothese, dass die für den Handel stimulierenden Effekte der „Globalisierungswelle“ in den 1990er und frühen 2000er Jahren inzwischen ausgelaufen sind. Sie war durch die Liberalisierung des Welthandels gefördert worden und hatte durch den Beitritt Chinas zur Welthandelsorganisation neuen Schub erhalten. Hinzu kommt, dass mit dem dynamischen Wachstum der Absatzmärkte in vielen Schwellenländern die Produktion zunehmend in diese Länder verlagert wird. Daneben spielt aber wohl auch eine Reihe von eher temporären Faktoren eine Rolle. So dürfte sich die seit einiger Zeit weltweit schwache Investitionsdynamik überproportional auf den Welthandel ausgewirkt haben, da Investitionsgüter eine vergleichsweise hohe Handelsintensität aufweisen.^b Hinzu kommt, dass seit dem Beginn der Finanzkrise wieder verstärkt protektionistische Maßnahmen ergriffen worden sind. Schließlich dürfte sich die wirtschaftliche Schwächephase im Euroraum seit dem Beginn der Schuldenkrise überproportional auf den Welthandel ausgewirkt haben, da die Handelsintensität in dieser Region aufgrund des lebhaften Handels zwischen den Mitgliedsländern besonders hoch ist und es bei den unmittelbar von der Krise betroffenen Ländern zu massiven Anpassungen bei den Einfuhren kam.

Sowohl für den Welthandel als auch für die Weltproduktion werden verschiedene Indikatoren verwendet. So wird der Welthandel beispielsweise für Güter und Dienstleistungen ermittelt oder nur für Güter. Die Weltproduktion wird als Bruttoinlandsprodukt auf Basis von Kaufkraftparitäten oder auf Basis von Marktwechsellkursen berechnet;^c ferner stehen Indikatoren für die weltweite Industrieproduktion zur Verfügung. Um auszuschließen, dass die Ergebnisse von den gewählten Indikatoren abhängen, verwenden wir im Folgenden drei der gebräuchlichsten Indikatoren, um den Zusammenhang zwischen dem Welthandel und der Weltproduktion im Zeitablauf zu prüfen: 1) Welthandel (Güter und Dienstleistungen, Quelle: OECD) und Bruttoinlandsprodukt zu Kaufkraftparitäten, 2) Welthandel (Güter und Dienstleistungen, OECD) und Bruttoinlandsprodukt zu Marktwechsellkursen 3) Welthandel (Güter, CPB^d) und Industrieproduktion (CPB).^e

Um systematische Veränderungen im Zusammenhang zwischen Welthandel und Weltproduktion zu analysieren, berechnen wir die zeitvariierenden Elastizitäten für den Zeitraum von 1984 bis 2013 auf der Basis von Jahresdaten, die zeigen wie stark die Zuwachsraten des Welthandels auf Veränderungen der Zuwachsraten der Weltproduktion reagiert. Dazu regressieren wir jeweils für ein gleitendes Zeitfenster von 10 Jahren die oben beschriebenen Indikatoren für den Welthandel auf die Indikatoren für die Weltproduktion. Es zeigt sich, dass die drei so berechneten zeitvariierenden Elastizitäten eine ähnliche Dynamik aufweisen, auch wenn es Unterschiede in den jeweiligen Niveaus gibt. (Abbildung K1-1). Die Elastizität zwischen Güterhandel und Industrieproduktion (CPB) ist am geringsten, da gehandelte Güter einen recht großen Teil der Industrieproduktion ausmachen und die Industrieproduktion im Konjunkturverlauf stärker schwankt als das Bruttoinlandsprodukt. Die seit Mitte der 1990er voneinander abweichenden Niveaus der Elastizitäten des Bruttoinlandsprodukts zu Kaufkraftparitäten und zu Marktwechsellkursen, spiegeln wider, dass das Bruttoinlandsprodukt zu Kaufkraftparitäten seitdem rascher gewachsen ist als das Bruttoinlandsprodukt zu Marktwechsellkursen; zuletzt haben sich die Zuwachsraten jedoch wieder angeglichen. Generell sind die Elastizitäten bereits etwa seit dem Jahr 2000, in dem sie für das Bruttoinlandsprodukt zu Kaufkraftparitäten und zu Marktwechsellkursen ihren Höchstwert erreicht hatten, rückläufig. Während der Rezession des Jahres 2009 zog die Elastizität in Bezug auf die beiden Indikatoren für das Bruttoinlandsprodukt etwas an, da der Welthandel dort überproportional stark einbrach; dies ist ein typisches Muster während starker Rezessionen.^f In der Beziehung zwischen Welthandel und weltweiter Industrieproduktion lässt sich dieses Muster nicht identifizieren, da die Industrieproduktion im Jahr 2009 ebenfalls sehr stark – und deutlich stärker als das Bruttoinlandsprodukt – einbrach. Alles in allem deuten die Ergebnisse darauf hin, dass die Elastizität zwischen Welthandel und Produktion bereits seit einiger Zeit rückläufig ist, was dafür spricht, dass strukturelle Faktoren einen wesentlichen Beitrag dazu geliefert haben.

Weltwirtschaftliche Expansion ohne Schwung

Hinter diesen eher längerfristigen Entwicklungen verbergen sich jedoch ausgeprägte kurzfristige Veränderungen, die mit dem oben verwendeten Ansatz nicht abgebildet werden können. So hat der Welthandel in den Jahren 2012 und 2013 deutlich schwächer zugelegt, als es die oben berechneten Elastizitäten nahelegen. Um kurzfristige Entwicklungen besser abgreifen zu können, schätzen wir die Elastizitäten noch einmal für verschiedene Zeiträume auf der Basis von Quartalsdaten. Es zeigt sich, dass die Elastizität zwischen Welthandel und Weltproduktion seit 2011 markant abgenommen hat, unabhängig davon, welche Indikatoren man verwendet (Tabelle K1-1). Auffällig ist zudem, dass die Elastizität gegenüber dem weltweiten Bruttoinlandsprodukt zwischen 2008 und 2010 infolge der starken Reaktion des Welthandels auf die Finanzkrise vorübergehend deutlich zunahm.⁹ Freilich lässt sich anhand dieser Analyse nicht beurteilen, ob strukturelle oder temporäre Faktoren zu dem Rückgang der Elastizität geführt haben; der abrupte Rückgang der Elastizität spricht jedoch dafür, dass zumindest teilweise auch temporäre Faktoren dazu beigetragen haben.

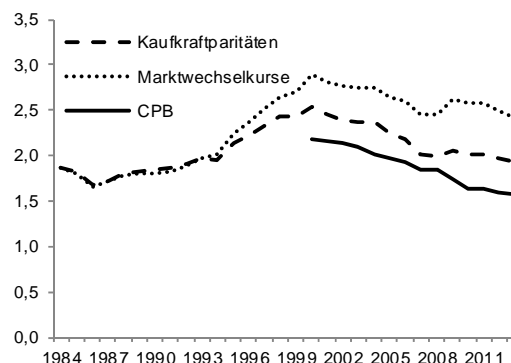
Alles in allem hat sich der Welthandel im Verhältnis zur Weltkonjunktur seit 2011 ungewöhnlich schwach entwickelt. Dies dürfte zum Teil auf strukturelle Veränderungen zurückzuführen sein; darauf deutet die bereits seit längerem tendenziell sinkende Elastizität zwischen Welthandel und Weltproduktion hin. Allerdings dürften auch andere eher temporäre Faktoren, wie die aktuell schwache Konjunktur im Euroraum eine Rolle spielen. So lag der Anteil, den der Euroraum laut der OECD im Jahr 2013 zum Welthandel beigetragen hat, mit über 27 Prozent deutlich über dem Beitrag des Euroraums zum weltweiten Bruttoinlandsprodukt sowohl zu Kaufkraftparitäten (13 Prozent) als auch zu Marktwechselkursen (18 Prozent). Die Rolle der weltweiten Investitionsschwäche ist in diesem Beitrag nicht explizit untersucht worden, allerdings liefert die Entwicklung der deutschen Ausfuhren für sich genommen keine Indizien für eine überproportional starke Bedeutung.^h

Die hier vorgelegte Analyse lässt erwarten, dass die Elastizität des Welthandels zur Weltproduktion im Prognosezeitraum insbesondere aufgrund der allmählichen Belebung der Konjunktur im Euroraum wieder zunehmen, ihr Niveau von vor der Finanzkrise aber weiter erheblich unterschreiten wird. So dürfte sich der Welthandel im Prognosezeitraum deutlich stärker beschleunigen als die Weltproduktion, gemessen an den Zuwachsraten der 1990 Jahre aber moderat bleiben.

^aFür einen Überblick siehe z.B. EZB (2014: Kasten 1) oder Zwick (2013). — ^bSo zeigen Untersuchungen, dass der starke Rückgang der Investitionen während der Finanzkrise dazu beigetragen hat, dass der Welthandel deutlich stärker eingebrochen ist, als dies die langfristigen Elastizitäten zwischen Weltproduktion und Welthandel hätten erwarten lassen. Siehe Bussiere et al. (2013) sowie Anderton und Tewolde (2011). — ^cDie Berechnung

Abbildung K1-1:

Elastizitäten zwischen Welthandel und Weltproduktion auf Basis von Jahresdaten 1984–2013



Jahresdaten; Elastizität berechnet mittels einer Regression der Zuwachsrates des Welthandels auf die Zuwachsrates der Weltproduktion jeweils für ein gleitendes Zeitfenster von 10 Jahren; Kaufkraftparitäten (Marktwechselkursen): Welthandel in Gütern und Dienstleistungen (OECD) und Weltproduktion als Zuwachsrates des Bruttoinlandsprodukts in 45 Ländern gewichtet zu Kaufkraftparitäten (zu Marktwechselkursen); CPB: Güterhandel und Industrieproduktion in der Welt gemäß CPB (Daten erst ab 1991 verfügbar).

Quelle: OECD, CPB; nationale Quellen; eigene Berechnungen.

Tabelle K1-1:

Elastizitäten zwischen Welthandel und Weltproduktion auf Basis von Quartalsdaten für verschiedene Zeiträume

	1980– 2014	1980– 2007	2008– 2010	2011– 2014
Kaufkraftparität	2,1	2,0	3,0	1,1
Marktwechselkurse	2,3	2,1	3,4	1,1
CPB (ab 1991)	1,6	1,8	1,6	0,8

Jahresdaten; Elastizität berechnet mittels einer Regression der Zuwachsrates des Welthandels auf die Zuwachsrates der Weltproduktion; Kaufkraftparitäten (Marktwechselkurse): Welthandel in Gütern und Dienstleistungen (OECD) und Weltproduktion als Zuwachsrates des Bruttoinlandsprodukts in 45 Ländern gewichtet zu Kaufkraftparitäten (Marktwechselkursen); CPB: Güterhandel und Industrieproduktion in der Welt gemäß CPB.

Quelle: OECD, CPB; nationale Quellen; eigene Berechnungen.

des weltweiten Bruttoinlandsprodukts zu Marktwechsellkursen erfolgt über die Umrechnung mittels der jeweiligen nationalen Wechselkurse zum Dollar. Für die Berechnung zu Kaufkraftparitäten wird zusätzlich das Preisniveau in den jeweiligen Ländern berücksichtigt. Da das Preisniveau in den Entwicklungs- und Schwellenländern in der Regel niedriger ist als in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften erhalten erstere bei der Berechnung zu Kaufkraftparitäten ein höheres Gewicht als bei der Berechnung zu Marktwechsellkursen. Da das Wachstum in den Schwellenländern in der Regel höher ist als in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist die Zuwachsrate des weltweiten Bruttoinlandsprodukts zu Kaufkraftparitäten gewöhnlich höher als die zu Marktwechsellkursen. — ^dCPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis. — ^eDas Bruttoinlandsprodukt zu Kaufkraftparitäten und zu Marktwechsellkursen wird von uns auf Basis von 46 Ländern berechnet, um einen einheitliche Datensatz auf Basis von Quartalsdaten verwenden zu können. Auf Jahresdatenbasis weisen unsere Indikatoren dieselbe Dynamik auf wie die Indikatoren des Internationalen Währungsfonds oder der Welthandelsorganisation. — ^fFür eine historische Analyse über den Zusammenhang zwischen Welthandel und Weltproduktion siehe Freund (2009). Bei Verwendung von Quartalsdaten ist dieses Muster noch sehr viel ausgeprägter. Hier zeigt sich auch ein Vorteil des von uns verwendeten Regressionsansatzes im Vergleich zu einem Ansatz, der das Verhältnis der durchschnittlichen Zuwachsraten (z.B. jeweils über die vergangenen 10 Jahre) von Welthandel zu Bruttoinlandsprodukt berechnet, so wie er etwa von der EZB (2014) verwendet wurde. In letzterem Ansatz verringert sich die durchschnittlich Zuwachsrate des Welthandels mit dem Jahr 2009 überproportional stark. Folglich verringert sich das Verhältnis zwischen Welthandel und Bruttoinlandsprodukt, obwohl die Elastizität zugenommen hat. — ^gVergleichbare Ergebnisse ergeben sich, wenn man ähnlich wie die Deutsche Bundesbank (2013) die (logarithmierten) Niveaus in einem Regressionsansatz verwendet, also im Prinzip eine Kointegrationsbeziehung zwischen Welthandel und Weltproduktion geschätzt wird. Der Grund dafür, dass in der Untersuchung attestiert wird, dass sich der Zusammenhang zwischen Welthandel und Bruttoinlandsprodukt zu Marktkursen nach 2007 kaum geändert hat, dürfte darin liegen, dass dort Jahresdaten verwendet wurden und deshalb nicht zwischen der Phase vor 2011 und nach 2011 unterschieden werden konnte. — ^hFür eine ähnlich Analyse des Zusammenhangs von Weltproduktion und deutschen Ausfuhren siehe Boysen-Hogrefe et al. (2014: Kasten 1).

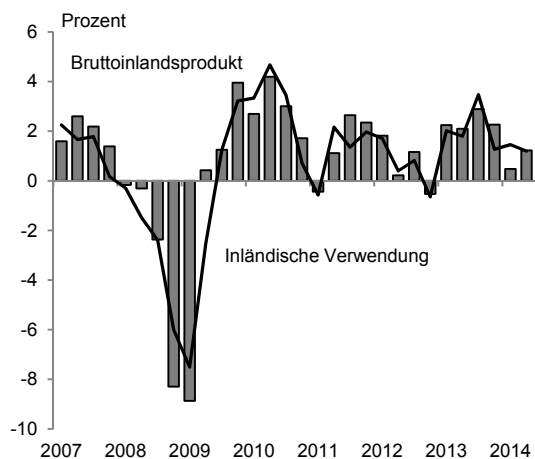
Gespaltene Konjunktur in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften

Die konjunkturelle Erholung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, die im Frühjahr 2013 eingesetzt hatte, geriet im Verlauf dieses Jahres ins Stocken. Die gesamtwirtschaftliche Produktion nahm nur noch wenig zu (Abbildung 4). Dabei wurde die Entwicklung in den Vereinigten Staaten und in Japan stark durch Sonderfaktoren beeinflusst, welche die konjunkturelle Grundtendenz überlagerten. Sie wirkten aber jeweils in unterschiedliche Richtung, so dass das Expansionstempo in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften in den einzelnen Quartalen wohl nur moderat beeinflusst wurde. Während die Konjunkturerholung im Euroraum zum Erliegen kam und sich die Dynamik in einigen anderen Ländern der Europäischen Union ebenfalls abschwächte, nahm die Produktion im Vereinigten Königreich unverändert kräftig zu.

In den *Vereinigten Staaten* legte das Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von 4,2 Prozent zu, nachdem es im Vorquartal um rund 2 Prozent zurückgegangen war (Abbildung 5). Der kräftige Zuwachs kam nicht überraschend, war Produktionsrückgang zu Jahresbeginn doch vor allem durch Sonderfaktoren wie die ungünstigen Witterungsbedingungen und einen ungewöhnlich starken Rückgang der Vorratsveränderungen bedingt gewesen. Der private Konsum expandierte im zweiten Quartal mit 2,5 Prozent in deutlich beschleunigtem Tempo, und auch die Ausrüstungsinvestitionen nahmen wieder an Fahrt auf; sie waren zu Jahresbeginn leicht zurückgegangen. Hinzu kam, dass die Ausfuhren wieder kräftig stiegen, nachdem sie im ersten Quartal noch zurückgegangen waren. In der Folge verringerte sich der negative Expansionsbeitrag vom Außenhandel merklich. Die Bundesstaaten und Kommunen erhöhten ihre Ausgaben um rund 3 Prozent und damit so kräftig wie seit dem Beginn der Finanzkrise nicht mehr.

Weltwirtschaftliche Expansion ohne Schwung

Abbildung 4:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den G7-Ländern
2007–2014

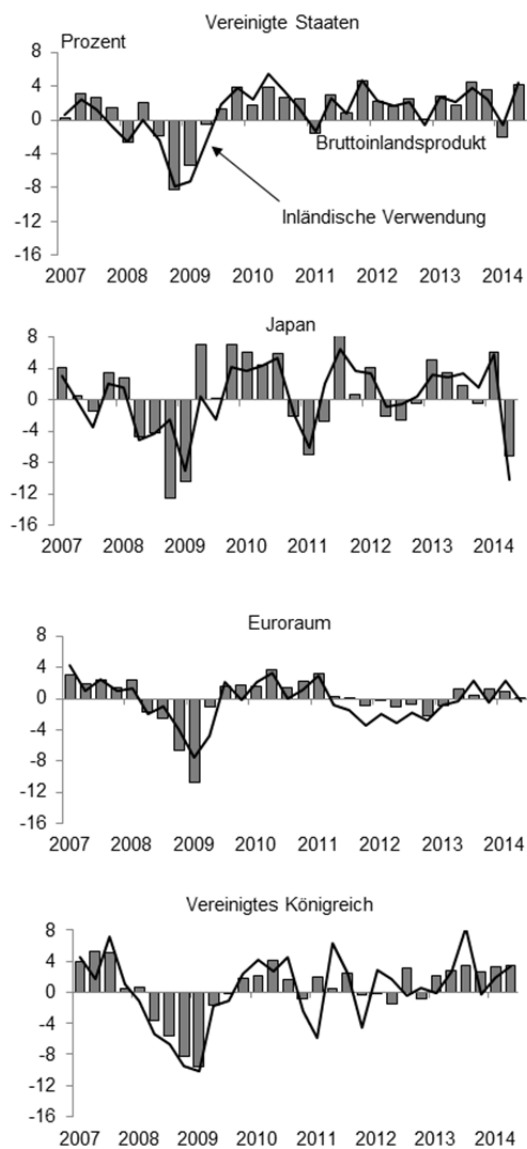


Quartalsdaten; preis- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate; G7: Vereinigte Staaten, Japan, Kanada, Deutschland, Frankreich, Italien und Vereinigtes Königreich.

Quelle: OECD, *Main Economic Indicators*; eigene Berechnungen.

Der Arbeitsmarkt hat sich weiter belebt. Nachdem die konjunkturelle Schwächephase zu Jahresbeginn nur kleine Brems Spuren verursacht hatte, legte die Beschäftigung von Februar bis August im Durchschnitt um mehr als 200 000 Stellen zu. Die Partizipationsrate hat sich dabei zuletzt nicht weiter verringert. Sie war seit dem Beginn der Finanzkrise um mehr als 3 Prozentpunkte zurückgegangen und hatte so maßgeblich zum starken Rückgang der Arbeitslosenquote beigetragen. Mit den sich zunehmend bessernden Beschäftigungsaussichten kehren offenbar nun vermehrt wieder Personen auf den Arbeitsmarkt zurück, die die Stellensuche zuvor wegen ungünstiger Beschäftigungsaussichten aufgegeben hatten. Außerdem hat sich die demografische Komponente, die maßgeblich zur Verringerung der Partizipationsrate beigetragen hat, offenbar etwas abgeschwächt. Vor diesem Hintergrund hat sich der Rückgang der Arbeitslosenquote trotz der günstigen Beschäftigungsentwicklung verlangsamt. Im August lag die Arbeitslosenquote bei 6,1 Prozent (Abbildung 6).

Abbildung 5:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den großen
fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2007–2014



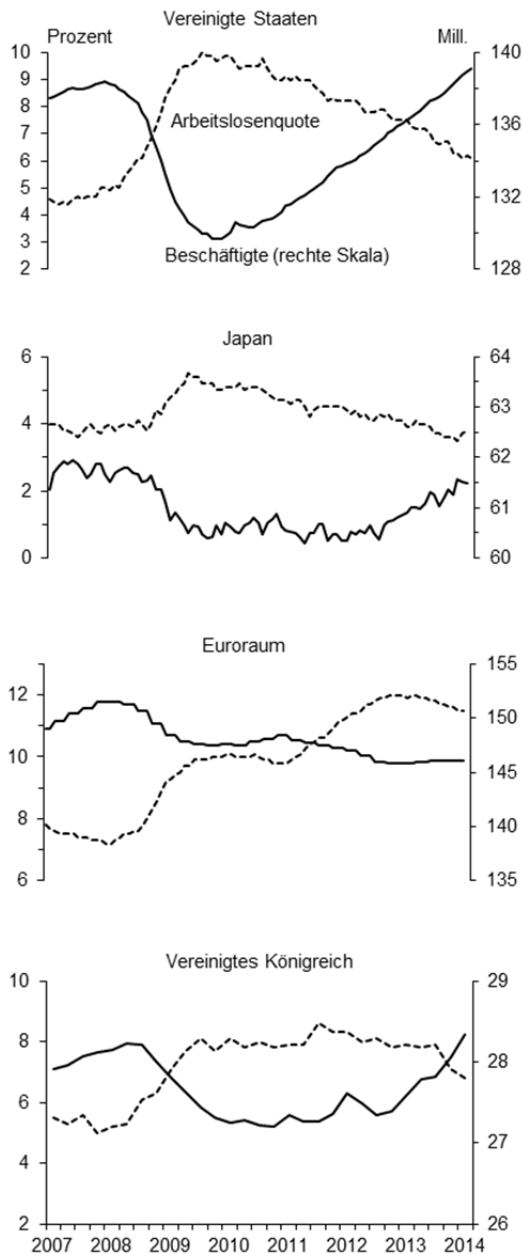
Quartalsdaten; preis- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate.

Quelle: US Department of Commerce, *National Economic Accounts*; Cabinet Office, *Quarterly Estimates of GDP*; Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; Office for National Statistics, *Economy*.

Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den *fortgeschrittenen Volkswirtschaften* Asiens wurde im ersten Halbjahr 2014 durch die starken Schwankungen der wirtschaftlichen Akti-

Weltwirtschaftliche Expansion ohne Schwung

Abbildung 6:
Arbeitsmarkt in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2007–2014



Monatsdaten; saisonbereinigt; Vereinigtes Königreich und Beschäftigung im Euroraum: Quartalsdaten; Vereinigte Staaten: abhängig Beschäftigte außerhalb der Landwirtschaft.

Quelle: EZB, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; US Department of Labor, *Employment Situation*; OECD, *Main Economic Indicators*; Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; Office of National Statistics, *Economy*.

vität in Japan geprägt. Hier führte die Anhebung der Mehrwertsteuer um 3 Prozentpunkte am 1. April dazu, dass in erheblichem Maße

Nachfrage in das erste Quartal vorgezogen wurde, die im zweiten Quartal fehlte. So brach das Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal ein, nachdem im ersten Quartal ein kräftiger Zuwachs verzeichnet worden war. Der Produktionsrückgang war mit einer laufenden Jahresrate von 8,2 Prozent sogar noch stärker, als von uns im Juni erwartet worden war (Gern et al. 2014a: Kasten 1). Dabei wurde das Produktionsergebnis rechnerisch noch dadurch gestützt, dass die Importe bei nur leicht sinkenden Exporten massiv eingeschränkt wurden; die Binnennachfrage schrumpfte sogar um mehr als 10 Prozent. Der private Konsum und die Unternehmensinvestitionen sanken dabei um 5 Prozent, die Wohnungsbauinvestitionen sogar um rund ein Drittel. Am Arbeitsmarkt hat sich die Volatilität der Produktion indes kaum bemerkbar gemacht. Die Zahl der Beschäftigten nahm in der Tendenz weiter zu, die Arbeitslosenquote verharrte bei etwas mehr als 3,5 Prozent. Das Arbeitsvolumen wurde im zweiten Quartal vor allem über eine Reduzierung der Überstunden gesenkt. Allerdings hatte auch dies zur Folge, dass die Löhne trotz etwas stärkerer Tariflohnanhebungen im Frühjahr weiter nur schwach zunahm und real – unter Berücksichtigung der aufgrund der Mehrwertsteuererhebung sprunghaft gestiegenen Inflation – sogar deutlich zurückgingen.

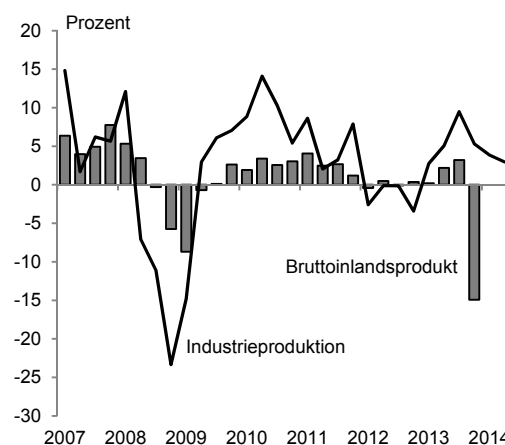
In den kleineren fortgeschrittenen asiatischen Volkswirtschaften nahm die wirtschaftliche Dynamik im zweiten Quartal 2014 ab. So legte die südkoreanische Wirtschaft nur noch mit einer laufenden Jahresrate von 2 Prozent zu, nach rund 3,5 Prozent in den beiden Quartalen zuvor. Maßgeblich war vor allem ein Rückgang des privaten Konsums, der auch auf die Eintrübung der Stimmung bei den Verbrauchern im Gefolge des katastrophalen Fährunglücks im April zurückgeführt wird. Noch ungünstiger war die Konjunkturtendenz in den Stadtstaaten Singapur und Hongkong, wo die Wirtschaft nahezu stagnierte bzw. sogar leicht schrumpfte. Lediglich in Taiwan beschleunigte sich der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts, wozu offenbar verstärkte öffentliche Investitionen, aber auch eine zunehmende Nachfrage nach Elektronikprodukten beigetragen haben.

Im *Euroraum* setzte sich die konjunkturelle Belebung, die im Frühjahr 2013 begonnen hatte, zuletzt nicht fort. Im zweiten Quartal stagnierte die gesamtwirtschaftliche Produktion im Vergleich zum Vorquartal. Der private Verbrauch legte zwar um 1,2 Prozent (annualisiert) zu, und auch der Staatsverbrauch expandierte. Die inländische Verwendung ging gleichwohl zurück, weil die Lagerbestände deutlich abgebaut wurden und die Unternehmen ihre Investitionen reduzierten. Die Dynamik im Außenhandel war gering; rechnerisch ergab sich ein Expansionsbeitrag von 0,4 Prozentpunkten. Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich ungeachtet der konjunkturellen Stockung bis zuletzt weiter verbessert. Die Arbeitslosenquote ist im Sommer auf 11,5 Prozent zurückgegangen und war damit 0,5 Prozentpunkt niedriger als ein Jahr zuvor. Insbesondere in Spanien und Portugal ist die Arbeitslosigkeit inzwischen deutlich unter die im Zuge der Rezession verzeichneten Höchststände gesunken.

Im *Vereinigten Königreich* setzte sich der kräftige Anstieg des Bruttoinlandsprodukts, der seit nunmehr eineinhalb Jahren anhält, unvermindert fort. Zwar wurde die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe nur noch verhalten ausgeweitet, gleichzeitig nahm jedoch die Aktivität im Dienstleistungssektor beschleunigt zu. Verwendungseitig expandiert nach wie vor insbesondere die Inlandsnachfrage dynamisch. Der private Konsum profitiert von steigenden Einkommen infolge der kräftig zunehmenden Beschäftigung und von den niedrigen Zinsen. Letztere halten zum einen die Aufwendungen für den Schuldendienst verhältnismäßig gering, zum anderen tragen sie zu dem wieder recht starken Anstieg der Immobilienpreise bei, der aufgrund der positiven Vermögenseffekte die Konsumbereitschaft der privaten Haushalte steigen lässt. Aber auch die Investitionen waren weiter deutlich aufwärts gerichtet. Der Rückgang der Arbeitslosigkeit setzte sich fort, wenngleich er nicht mehr so rasch war wie im Winterhalbjahr. Im Mai (dies ist der letztverfügbare Monatswert) lag die Arbeitslosenquote in der Abgrenzung von Eurostat bei 6,4 Prozent und damit fast 1,5 Prozentpunkte niedriger als ein Jahr zuvor.

In den *übrigen Ländern der Europäischen Union* war das Bild zuletzt differenziert. In einer Reihe von Ländern büßte die wirtschaftliche Aktivität spürbar an Dynamik ein. So war in den mittel- und osteuropäischen Ländern eine merkliche Verlangsamung des Produktionsanstiegs zu verzeichnen (Abbildung 7). Diese sind eng in die industriellen Wertschöpfungsketten Europas eingebunden und daher besonders von der Schwäche der Industrieproduktion im Euroraum allgemein und in Deutschland im Besonderen betroffen. Möglicherweise hat sich hier auch die Verunsicherung infolge des Konflikts in der Ukraine aufgrund der geografischen Nähe besonders deutlich bemerkbar gemacht. So legte das Bruttoinlandsprodukt in Polen nur noch mit einer laufenden Jahresrate von reichlich 2 Prozent zu (nach rund 3,5 Prozent in den vier Quartalen zuvor), in Tschechien stagnierte es, und in Rumänien ging es sogar spürbar zurück.

Abbildung 7: Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in den mittel- und osteuropäischen Ländern außerhalb der EU 2007–2014



Quartalsdaten; preis- und saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate.

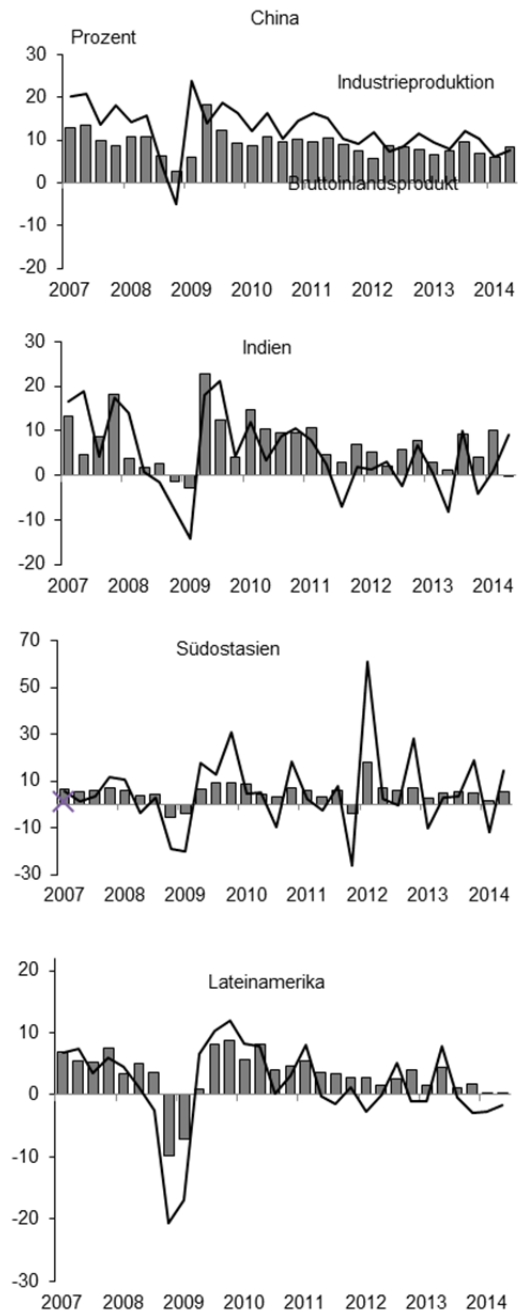
Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen.

Hartnäckige Konjunkturschwäche in den Schwellenländern

Die Wirtschaft in den Schwellenländern expandierte bereits im vergangenen Jahr nur in moderatem Tempo. Auch im laufenden Jahr blieb die Dynamik zumeist niedrig. In China legte das Bruttoinlandsprodukt zwar im zweiten Quartal wieder merklich stärker zu als zu Beginn des Jahres, dies dürfte aber nicht nachhaltig sein. Auch in Indien hat sich das Tempo der wirtschaftlichen Expansion im ersten Halbjahr 2014 etwas erhöht, es bleibt aber nach wie vor weit hinter der im vergangenen Jahrzehnt verzeichneten Dynamik zurück. In anderen Ländern wie Russland, Brasilien oder Argentinien stagniert die Produktion oder sie geht sogar zurück. Zu neuerlichen Turbulenzen an den Finanzmärkten wie im Sommer 2013 oder zu Beginn dieses Jahres kam es zwar nicht, die Stimmung in der Wirtschaft hat sich aber offenbar nachhaltig eingetrübt. Dies ist letztlich wohl auch Reflex der Tatsache, dass die längerfristigen Wachstumsperspektiven für die Schwellenländer aufgrund struktureller Probleme schlechter geworden sind (Gern et al. 2013: 11–13).

In *China* erhöhte sich das Bruttoinlandsprodukt im ersten Halbjahr mit einer laufenden Jahresrate von rund 7,2 Prozent und damit langsamer als im Vorjahr (7,7 Prozent). Nach einem für chinesische Verhältnisse schwachen Anstieg im ersten Quartal (laufende Jahresrate von knapp 6 Prozent) beschleunigte sich die wirtschaftliche Expansion im zweiten Quartal 2014 wieder auf eine Rate von reichlich 8 Prozent (Abbildung 8). Hierzu trug eine Vielzahl kleinerer fiskalischer Maßnahmen bei, die aber wohl nur temporär stimuliert haben. Die jüngsten Indikatoren deuten bereits wieder auf ein Nachlassen der Dynamik hin. In der Grundtendenz bleibt die chinesische Wirtschaft auf einem Pfad allmählich zurückgehender Wachstumsraten. Vor allem die Investitionen steigen weniger rasch als in den Vorjahren, wengleich immer noch schneller als das Bruttoinlandsprodukt insgesamt. Nachgelassen hat

Abbildung 8:
Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in den Schwellenländern 2007–2014



Quartalsdaten: preis- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate; Daten für China basierend auf Abeyasinghe (2008), fortgeschrieben mit Vorquartalsvergleich der amtlichen chinesischen Statistik; Südostasien: gewichteter Durchschnitt für Indonesien, Thailand, Malaysia und Philippinen; Lateinamerika: 2. Quartal 2014 teilweise geschätzt.

Quelle: Abeyasinghe (2008); IMF, *International Financial Statistics*; nationale statistische Ämter; eigene Berechnungen.

zuletzt insbesondere die Aktivität im Wohnungsbau, wo nach einer langanhaltenden Aufschwungsphase hohe Leerstände zu verzeichnen sind und administrative Maßnahmen ergriffen worden waren, um spekulative Wohnungskäufe zu unterbinden. Angesichts der Anzeichen für eine Abkühlung am Wohnungsmarkt und des großen Anteils der Wohnungsbauinvestitionen am Bruttoinlandsprodukt, der sich nach Schätzungen der Deutschen Bundesbank (2014) auf mehr als 10 Prozent beläuft, ist die Regierung inzwischen wieder davon abgerückt, den Wohnungsmarkt zu dämpfen.

Die wirtschaftliche Dynamik in *Indien* war im ersten Halbjahr mit einem Anstieg der Produktion von annualisiert rund 5 Prozent zwar etwas stärker als im Vorjahr. Während die Entwicklung im Vorjahresvergleich eine im Verlauf leicht zunehmende Tendenz aufwies, wobei die Produktion im verarbeitenden Gewerbe nach einem Rückgang im ersten Quartal wieder zulegen, ergibt sich in saisonbereinigter Betrachtung ein anderes Bild. Demnach nahm die wirtschaftliche Aktivität in den ersten drei Monaten des Jahres mit rund 10 Prozent recht kräftig, im zweiten Quartal hingegen nicht mehr zu.¹ Maßgeblich hierfür war ein leichter Rückgang des privaten Konsums, welcher rund 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts absorbiert. Die Staatsausgaben wurden zuletzt wieder merklich ausgeweitet. Die Einhaltung des für das Fiskaljahr 2014/15 anvisierten Defizitziels von reichlich 4 Prozent dürfte daher unrealistisch sein.

In der Gruppe der *südostasiatischen Schwellenländer* legte die gesamtwirtschaftliche Produktion im ersten Halbjahr um knapp 4 Prozent zu. Die im Vergleich zum Gesamtjahr 2013 (5,2 Prozent) deutlich niedrigere Rate ist allerdings hauptsächlich darauf zurückzuführen, dass die thailändische Wirtschaft infolge von politischen Unruhen im ersten Quartal eingebrochen ist. Im zweiten Quartal expandierte die thailändische Wirtschaft wieder, und der Anstieg der Produktion in Indonesien, in Ma-

laysia und auf den Philippinen beschleunigte sich sogar.

In *Lateinamerika* hat sich die im vergangenen Jahr bereits geringe wirtschaftliche Dynamik im Verlauf des ersten Halbjahres 2014 nochmals merklich abgeschwächt. In mehreren Ländern ging die gesamtwirtschaftliche Produktion sogar zurück. So sank das Bruttoinlandsprodukt in Brasilien, Peru und Argentinien. Die ausgeprägte Schwäche ist sowohl auf konjunkturelle als auch auf strukturelle Probleme der Wirtschaft zurückzuführen. Konjunkturell belastet hat die Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen, zu der es seit dem Sommer 2013 gekommen ist. Gleichzeitig haben sich die Terms of Trade erheblich verschlechtert; zu der Abwertung der Währungen kam ein deutlicher Rückgang der Rohstoffpreise hinzu. Die Zuversicht der Investoren hat sich zudem auch als Folge einer gestiegenen Unsicherheit im Zusammenhang mit der Diskussion um eine erneute Zahlungsunfähigkeit Argentiniens und der unsicheren politischen Lage in Venezuela eingetrübt; die privaten Investitionen brachen vielerorts regelrecht ein. Allein in Mexiko hat die Konjunktur im ersten Halbjahr etwas an Fahrt aufgenommen. Maßgeblich hierfür waren steigende Ausfuhren und verbesserte Perspektiven im Zuge der konjunkturellen Expansion in den Vereinigten Staaten, dem wichtigsten Haupthandelspartner Mexikos. In vielen Ländern wird die Produktion neben den konjunkturellen aber auch durch strukturelle Faktoren gebremst wie Lieferengpässe infolge einer maroden Infrastruktur, ausgeprägte bürokratische Hemmnisse und staatlichen Interventionismus.

In *Russland* wurde die wirtschaftliche Aktivität im ersten Halbjahr durch die Auswirkungen der Ukraine Krise erheblich belastet. Die Folge waren ein erheblicher Vertrauensverlust, ablesbar nicht zuletzt an dem Kursverfall des Rubels, und steigende Finanzierungskosten. Die Abwertung um effektiv knapp 10 Prozent seit Jahresbeginn förderte freilich auch die Exporte und dämpfte die Importe, so dass sich der Außenbeitrag deutlich erhöhte. Dies dürfte verhindert haben, dass die russische Wirtschaft im zweiten Quartal abermals geschrumpft ist. Da-

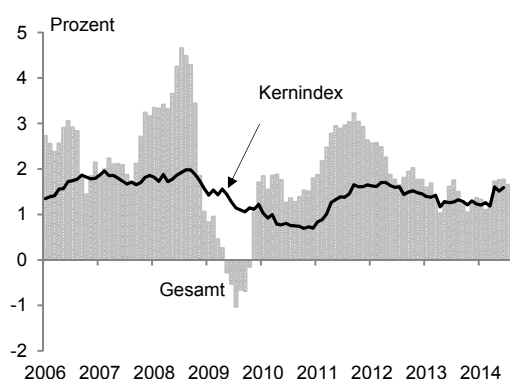
¹ Wir beziehen uns auf das Bruttoinlandsprodukt zu konstanten Marktpreisen, welches das indische Statistikamt neben dem Bruttoinlandsprodukt zu Faktorkosten ausweist. Diese Reihe wird von uns saisonbereinigt.

rauf lässt die erste Schätzung des statistischen Amtes schließen, die einen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 0,8 Prozent im Vergleich zum Vorjahr ausweist (saisonbereinigte Zahlen wurden noch nicht vorgelegt).

Etwas höhere Inflation

Die Verbraucherpreise sind in den vergangenen Monaten weltweit etwas schneller gestiegen. In den Schwellenländern trug hierzu vor allem bei, dass die Importpreise aufgrund von Abwertungen stark anzogen. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften war dies vor allem dem starken Anstieg der Inflation infolge der Mehrwertsteuererhöhung in Japan geschuldet. Sie erklärt weitgehend den sprunghaften Anstieg der Inflationsrate in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften insgesamt von 1,4 auf 2 Prozent, der im April verzeichnet wurde (Abbildung 9). Die Kernrate der Inflation, bei der die Effekte der recht volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise, nicht aber Verbrauchsteuererhebungen

Abbildung 9:
Verbraucherpreise in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2006–2014



Monatsdaten; Veränderung gegenüber dem Vorjahr der Verbraucherpreise in den Vereinigten Staaten, im Euroraum, in Japan und im Vereinigten Königreich, gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt zu Preisen und Wechselkursen von 2011; Kernrate: Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel.

Quelle: OECD, *Main Economic Indicators*; eigene Berechnungen.

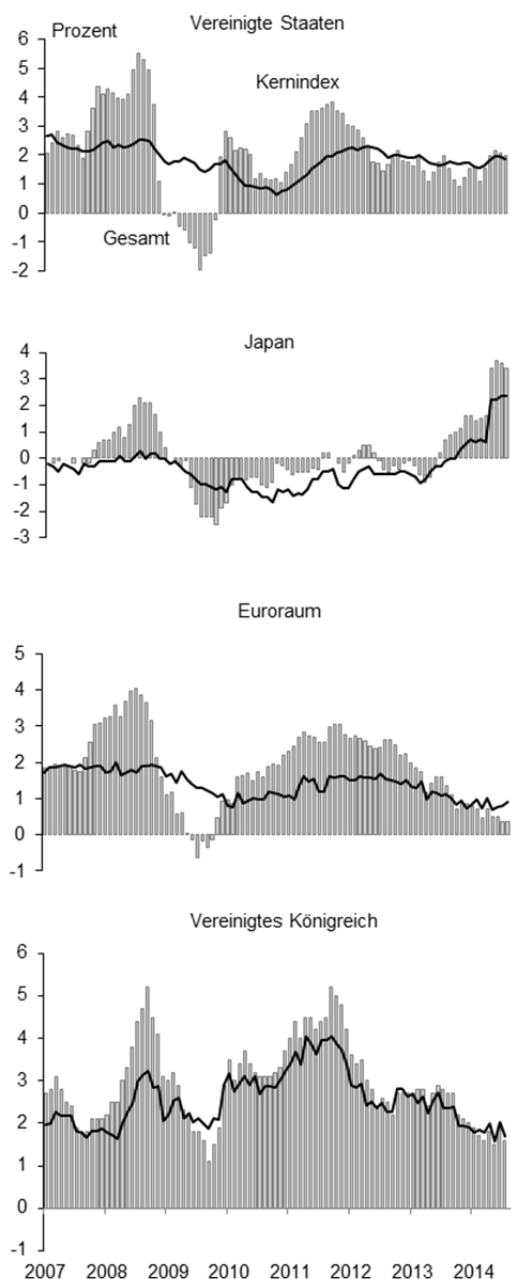
herausgerechnet werden, erhöhte sich ebenfalls deutlich.

Hinter dem Aggregat der großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften verbergen sich im Einzelnen sehr unterschiedliche Entwicklungen (Abbildung 10). In Japan erhöhte sich die Inflationsrate infolge der höheren Mehrwertsteuer von rund 1,5 Prozent, die in den ersten Monaten des Jahres verzeichnet wurden, auf annähernd 3,5 Prozent. Die Inflationsdynamik ist seither aber gering. Auch die Importpreise, die im vergangenen Jahr infolge der drastischen Abwertung des Yen stark gestiegen waren und bis zum Frühjahr maßgeblich zum Anstieg des Preisniveaus in Japan beigetragen hatten, erhöhten sich zuletzt nicht mehr. Die Löhne sind zwar anders als in den Vorjahren in dieser Lohnrunde etwas gestiegen. Es ist aber weiterhin fraglich, ob es Regierung und Notenbank gelingt, wie angestrebt die Inflationserwartungen nachhaltig auf einen Preisanstieg von 2 Prozent zu steuern.

In den Vereinigten Staaten hat sich die Inflationsrate seit Jahresbeginn ebenfalls beschleunigt, wenngleich nur leicht. Sie lag zuletzt (August) bei 2 Prozent; die Kernrate, die Lebensmittel- und Energiepreise nicht berücksichtigt, betrug 1,9 Prozent. In der Tendenz dürfte die Inflationsrate vorerst weiter aufwärts gerichtet bleiben. So ziehen die Löhne und Gehälter vor dem Hintergrund der zunehmenden Besserung am Arbeitsmarkt allmählich wieder an, die Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe hat nahezu wieder seinen Stand von 2007 erreicht, und die monetäre Expansion entfaltet offenbar mehr und mehr Wirkung in der Realwirtschaft. Auch die Befragungen von Unternehmen deuten darauf hin, dass der Preisauftrieb vorerst weiter zunehmen wird.

Im Euroraum hat sich die Inflation in den vergangenen Monaten hingegen weiter abgeschwächt. Im August betrug die Inflationsrate nur noch 0,3 Prozent. Dabei wirkten insbesondere die Preise für Nahrungsmittel und Energieträger dämpfend. Der Rückgang der Inflation seit Ende des vergangenen Jahres ist vor allem auf temporäre Faktoren wie sinkende

Abbildung 10:
Verbraucherpreise in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2007–2014



Monatswerte. Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Kernrate: Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel.

Quelle: US Department of Labor, *Consumer Price Index*; Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*, Office for National Statistics, *Economy*; Statistics Bureau of Japan, *Consumer Price Index*; Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*.

Rohstoffpreise und eine höhere Bewertung des Euro zurückzuführen.² Die Kernrate ist zwar

² Vgl. dazu Boysen-Hogrefe et al. (2014: Kasten 1).

ebenfalls niedrig, sie liegt aber seit Dezember 2013 nahezu unverändert bei 0,5 Prozent. Die Gefahr, dass der Euroraum in eine Deflationsspirale gerät, erscheint mit Blick auf die wesentlichen Bestimmungsfaktoren der Inflation gering (Gern et al. 2014b: Kasten 1).

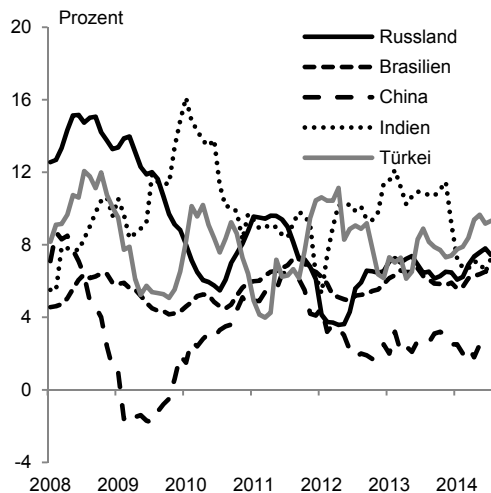
Eine sehr niedrige Inflationsrate wird zurzeit auch in den Ländern Mittel- und Osteuropas verzeichnet. In einigen Ländern, etwa in Bulgarien, in der Slowakei und zwischenzeitlich auch in Ungarn, sind sogar fallende Preisniveaus zu beobachten. Für die niedrige Inflation sind ebenfalls im Wesentlichen temporäre Faktoren verantwortlich, vor allem die niedrigeren Preise für Nahrungsmittel, die im Warenkorb dieser Länder ein vergleichsweise hohes Gewicht haben. In Ungarn und der Slowakei wurden zudem noch administrierte Preise gesenkt. Breit angelegte deflationäre Tendenzen, die etwa über die reale Aufwertung von Schulden zu einer Lähmung der wirtschaftlichen Aktivität führen könnten, sind nicht zu erkennen.

Im Vereinigten Königreich lag die Inflationsrate im ersten Halbjahr 2014 ebenfalls unter dem Ziel der Notenbank von 2 Prozent, allerdings nur leicht und nach einer mehrjährigen Phase der Zielüberschreitung. Auch zog sie zuletzt wieder etwas an und war mit 1,9 Prozent beinahe auf Ziel. In den kommenden Monaten dürfte sich der Aufwärtsdruck auf die Preise allmählich verstärken, da die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung weiter zunimmt und die Löhne angesichts des enger werdenden Arbeitsmarktes etwas schneller steigen werden. Dämpfend wirkt dagegen die jüngste Aufwertung des Pfundes, so dass mit einer Überschreitung des Inflationsziels vorerst wohl nicht zu rechnen ist.

In den Schwellenländern bestehen nach wie vor beträchtliche Inflationssorgen. Während sich in China die Inflationsrate mit Raten von zuletzt etwas weniger als 2,5 Prozent in etwa zielgerecht entwickelt, ist sie in den meisten anderen großen Schwellenländern höher als angestrebt. Vielfach hat sich der Preisauftrieb zuletzt sogar beschleunigt, etwa in Brasilien, in Russland oder in der Türkei, weil infolge von Abwertungen sich Importe zunehmend verteuerten. In Indien verharrte die Inflationsrate auf

dem im Winter aufgrund sinkender Nahrungsmittelpreise erreichten niedrigeren Niveau von etwa 7 Prozent (Abbildung 11).

Abbildung 11:
Verbraucherpreise in großen Schwellenländern 2008–2014

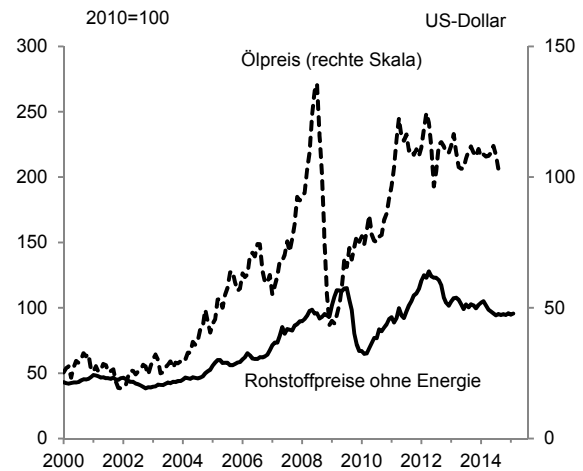


Monatsdaten; Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Federal State Statistics Service, Russland; Brasilianisches Institut für Geographie und Statistik, Brasilien; National Bureau of Statistics, China; Labour Bureau, Indien.

Die Rohstoffpreise sind seit geraumer Zeit im Aggregat recht stabil. Der HWWI-Index für Rohstoffpreise ohne Energie ging im Frühjahr etwas zurück und verharrte seither auf diesem Niveau (Abbildung 12). Zuletzt verbilligten sich insbesondere die Nahrungsmittel nochmals merklich, was maßgeblich auf die Erwartung sehr guter Ernten in den Vereinigten Staaten zurückzuführen ist. Besonders stark ermäßigten sich die Preise für Sojabohnen, aber auch für Mais, während die Weizenpreise vergleichsweise stabil waren. Hier besteht die Besorgnis, dass die Kämpfe in der Ukraine die für den Weltmarkt bedeutsamen Weizenexporte des Landes stark behindern könnten. Der Preis für Rohöl ist angesichts der zahlreichen Konflikte in wichtigen Förderländern in den vergangenen Monaten erstaunlich stabil geblieben. Lediglich im Juni, als zu dem Ausfall wesentlicher Teile der libyschen Exporte die Bedrohung irakischer Ölfelder durch die Extremisten des Islamischen Staats (IS) trat, reagierten die Märkte kurzzeitig

Abbildung 12:
Rohstoffpreise 2000–2014



Monatsdaten; Rohstoffpreise: HWWI-Index auf US-Dollarbasis; Ölpreis: Spotpreis Sorte Brent.

Quelle: International Petroleum Exchange via Thomson Financial Datastream; HWWI, Rohstoffpreisindex.

mit einem markanten Anstieg der Notierungen. Als im Juli jedoch Libyen seine Lieferungen wieder aufnahm und die Vereinigten Staaten ankündigten, im Irak einzugreifen, um ein weiteres Vorrücken des IS zu verhindern, gaben die Preise wieder nach. Sie sind seither weiter gesunken und ein Fass der Sorte Brent notierte zuletzt bei 100 Dollar deutlich niedriger als im Durchschnitt der vergangenen zwei Jahre. Maßgeblich für die verhaltene Preisentwicklung dürfte zum einen sein, dass die Konjunkturperspektiven für die Schwellenländer, die in den vergangenen Jahren ausschließlich für den zusätzlichen globalen Verbrauch an Öl verantwortlich waren, nach unten revidiert wurden. Zum anderen besteht offenbar die Erwartung, dass sich Angebotsprobleme, die sich aus politischen Konflikten in einzelnen Ländern ergeben, als vorübergehend erweisen und durch Produktionssteigerungen andernorts wettgemacht werden. So sind die Sanktionen gegen den Iran bislang noch kaum gelockert worden, und es besteht das Potenzial, die Förderung dort erheblich auszuweiten. Vor allem aber steigt die Produktion außerhalb der OPEC kräftig; ein Ende des Ölbooms in den Vereinigten Staaten ist nicht abzusehen. Unter günstigen

Umständen könnte sich am Ölmarkt rasch eine Situation von Überangebot entwickeln, mit entsprechendem Druck auf die Preise. Auf der anderen Seite gibt es aber nach wie vor das Risiko, dass sich politische Entwicklungen ergeben, die einen nennenswerten Teil der weltweiten Ölversorgung in Frage stellen und zu einem sprunghaften Anstieg des Ölpreises führen. Für die Prognose unterstellen wir, dass der Preis für ein Barrel Brent ausgehend von dem im August verzeichneten Durchschnittswert im Einklang mit der Preisentwicklung in den Vereinigten Staaten steigt. Für den Jahresdurchschnitt ergibt sich für 2014 und 2015 ein Preis je Fass der Sorte Brent von 105 bzw. 101 US-Dollar, nach 109 US-Dollar im Jahr 2013 (Tabelle 1). Die Preise für Industrierohstoffe dürften mit der allmählichen Kräftigung der Weltkonjunktur wieder anziehen. Der Preisanstieg wird angesichts der Tatsache, dass die globale Expansion von den fortgeschrittenen Volkswirtschaften getragen wird, die mit vergleichsweise geringer Rohstoffintensivität produzieren, aber wohl recht moderat ausfallen.

Geldpolitik am Scheideweg

Die Geldpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist nach wie vor sehr expansiv ausgerichtet, die Finanzierungsbedingungen sind günstig. Die Leitzinsen sind überall extrem niedrig. Liquidität ist – auch bedingt durch Wertpapierkäufe der Notenbanken in Japan und, wenngleich in abnehmendem Maße, in den Vereinigten Staaten – reichlich vorhanden. Die Aktienmärkte sind aufwärtsgerichtet; die Zunahme der Unsicherheit über den Fortgang der Konflikte in der Ukraine und im Irak hat die Kurse nur vorübergehend spürbar gedrückt (Abbildung 13). Der Finanzmarktstress ist niedrig und hat unter dem Eindruck der Ukraine-Krise selbst in Europa nur vorübergehend zugenommen (Abbildung 14). In einigen Ländern stellt sich angesichts fortschreitender Konjunkturerholung nun zunehmend die Frage, ob die Zinsen in absehbarer Zeit angehoben werden sollten. Gleichzeitig ist die Europäische Zentralbank (EZB) mit nachlassender konjunktureller Dynamik und sinkenden Inflationsraten konfrontiert und hat ihre Politik daraufhin nochmals expansiver gestaltet. So zeichnet sich ab, dass die Geldpolitik in den großen Währungsräumen im Prognosezeitraum unterschiedliche Richtungen einschlagen könnte.

Tabelle 1:

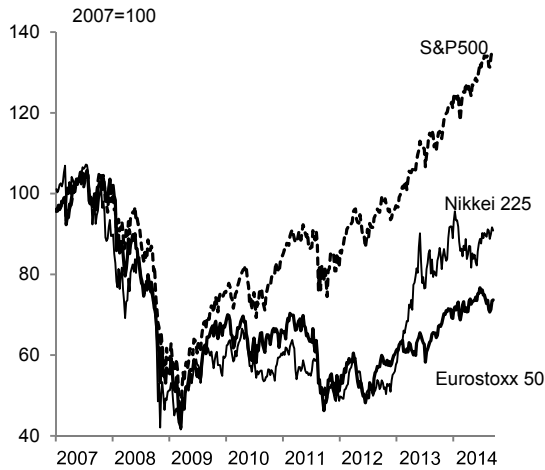
Rahmendaten für die Konjunkturprognose 2013–2015

	2013				2014				2015				
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	
Leitzins													
Vereinigte Staaten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	1,0
Japan	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Euroraum	0,75	0,60	0,50	0,40	0,25	0,23	0,10	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Wechselkurse													
US-Dollar/Euro	1,32	1,31	1,33	1,36	1,37	1,37	1,32	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30	1,30
Yen/US-Dollar	92,4	98,8	98,9	99,0	102,5	102,5	103,2	105,0	105,0	105,0	105,0	105,0	105,0
Ölpreis (Brent) in US-Dollar	113,0	103,1	110,3	109,6	108,2	110,0	103,0	100,0	100,5	101,0	101,5	101,5	102,0
HWWI-Index für Industrierohstoffe	98,7	91,5	91,2	93,0	91,1	90,0	91,7	92,6	93,5	94,9	96,3	96,3	98,3

Leitzins: Vereinigte Staaten: Fed Funds Rate, seit Dezember 2008 Bandbreite von 0 bis 0,25 Prozent; Japan: Tagesgeldzins; Euroraum: Hauptrefinanzierungssatz.

Quelle: HWWI, Rohstoffpreisindex; IMF, International Financial Statistics; Federal Reserve; EZB, Monatsbericht; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

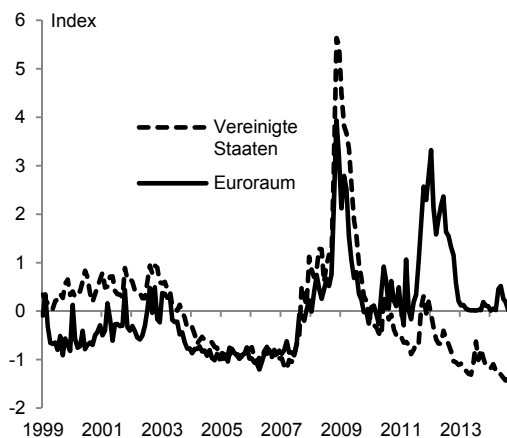
Abbildung 13:
Aktienkurse in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften
2007–2014



Wochendaten.

Quelle: Thomson Financial Datastream; eigene Berechnungen.

Abbildung 14:
Finanzmarktstress in den Vereinigten Staaten und im
Euroraum 1999–2014



Der Finanzmarktstress wird mithilfe eines Faktormodells aus einer Vielzahl von Einzelindikatoren berechnet. Vereinigte Staaten: Finanzmarktstressindikator der Fed St. Louis; Euroraum: IfW-Finanzmarktstressindikator.

Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis; eigene Berechnungen.

Die US-Notenbank Fed hat ihre zusätzlichen Anleihekäufe von Staatsanleihen und hypotheckenbesicherten Wertpapieren weiter gedrosselt. Derzeit erhöht sie ihre Bestände monatlich noch um ein Volumen von 25 Mrd. Dollar. Die

Fed wird die Käufe im September weiter zurückfahren und im Oktober oder Dezember ganz einstellen. Danach dürfte sie zunächst, wie angekündigt, ihre Politik unverändert lassen. Wir rechnen damit, dass die Fed ihren Leitzins Mitte des kommenden Jahres erstmals anheben wird. Zwar würden die gesamtwirtschaftlichen Rahmenbedingungen auch ein früheres Erhöhen des Leitzinses rechtfertigen. So lag der Deflator des privaten Konsums, an dem die Fed ihr Inflationsziel in Höhe von 2 Prozent festmacht, nur noch leicht unter Ziel, die konjunkturelle Aussichten sind günstig, und die Anzeichen mehren sich, dass die Unterauslastung der Kapazitäten nicht mehr allzu groß ist. Allerdings würde die Notenbank mit einem baldigen Anheben ihres Leitzinses früheren Ankündigungen widersprechen. Zudem hat Fed-Präsidentin Yellen signalisiert, dass sie vor dem Hintergrund, dass die niedrige Arbeitslosenquote die tatsächliche Lage am Arbeitsmarkt möglicherweise zu günstig darstellt, im Zweifel die Zinsen lieber zu lange als zu kurz niedrig halten möchte.

Sollte die Fed ihren Leitzins tatsächlich gegen Mitte des kommenden Jahres erstmals erhöhen, dürften danach rasch weitere Zinserhöhungen folgen. Darauf deuten zumindest die Erwartungen der Teilnehmer der Offenmarkt-sitzung im Juni hin. Im Mittel erwarten die Teilnehmer, dass der Leitzins gegen Ende des Jahres 2015 bei 1 bis 1,25 Prozent und gegen Ende des Jahres 2016 bei 2,5 Prozent liegen wird. Gleichwohl würde der Zins damit Ende 2016 noch merklich unterhalb des langfristigen angemessenen Zinses liegen, den die Teilnehmer auf knapp 4 Prozent schätzen; die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten würde somit weit über das Jahr 2016 hinaus expansiv ausgerichtet sein.

Die japanische Notenbank hat in ihrer Sitzung Anfang September beschlossen, an ihrem Kurs massiver monetärer Expansion festzuhalten. Auf dem Weg, die Zentralbankgeldmenge innerhalb von zwei Jahren durch den Kauf von Wertpapieren – insbesondere Staatsanleihen mit längerer Laufzeit – zu verdoppeln, ist sie bereits weit vorangekommen; verglichen mit dem Stand im März des Fiskaljahres 2013, als

die neue geldpolitische Ausrichtung beschlossen wurde, ist die Geldbasis inzwischen um 75 Prozent gestiegen. Auch werden sich die Wertpapierkäufe weiterhin über das gesamte Laufzeitspektrum erstrecken, um die langfristigen Zinsen auf ihrem extrem niedrigen Niveau von weniger als 1 Prozent zu halten. Im Gefolge der massiv expansiven Politik der Notenbank hatte sich die Kreditexpansion zwar tatsächlich zunächst etwas beschleunigt. Dieser Prozess hat sich aber im Verlauf dieses Jahres nicht fortgesetzt. Die Zunahme an Bankkrediten im Vergleich zum Vorjahr belief sich zuletzt wie im Herbst vergangenen Jahres auf 2,5 Prozent.

Im *Euroraum* hat die Notenbank auf die Zeichen neuerlicher konjunktureller Schwäche und die fallende Inflation mit einer weiteren Lockerung der Geldpolitik reagiert. Anfang September senkte sie den Leitzins nochmals, auf nunmehr 0,05 Prozent, und sie erhöhte die Abgabe auf Einlagen (negativer Einlagezins), die im Juni eingeführt worden war, von 0,1 auf 0,2 Prozent, um die Banken dazu zu bewegen, liquide Mittel verstärkt in die Realwirtschaft zu lenken. Diesen Zweck haben auch der ab Oktober vorgesehene Erwerb von verbrieften Krediten sowie die sogenannten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO), die bereits im Juni beschlossen worden waren und im September zum ersten Mal in Anspruch genommen werden können.³ Deren Inanspruchnahme ist an Konditionen gekoppelt, die die Vergabe von Krediten an Unternehmen und private Haushalte bewirken soll. Die EZB dürfte die expansiven Maßnahmen über den gesamten Prognosezeitraum beibehalten. Dass eine Straffung der Geldpolitik im Euroraum in absehbarer Zeit nicht zu erwarten ist, signalisieren auch die extrem niedrigen Kapitalmarktrenditen.

Die *Bank von England* hält ihre Zinsen seit März 2009 auf dem historischen Tief von 0,5 Prozent. Nachdem sie in den vergangenen Jahren auf verschiedene Weisen versucht hatte, die Transmission der monetären Impulse in die Realwirtschaft zu verstärken (Programme zum

Aufkauf von Staatsanleihen, „Funding for Lending“-Programm) ging der neue Zentralbankgouverneur im August 2013 zu einer Strategie der „forward guidance“ ähnlich der in den Vereinigten Staaten über, die besagte, dass die Notenbankzinsen unverändert bei 0,5 Prozent belassen würden, bis die Arbeitslosenquote unter 7 Prozent fällt. Nachdem sich die Arbeitslosenquote erheblich verringerte als von der Zentralbank prognostiziert (die Arbeitslosenquote sank bereits im Januar unter die Marke von 7 Prozent), ging die Bank von England dazu über, die Märkte dahingehend zu versichern, dass die Notenbankzinsen nicht angehoben würden, bevor die Produktionslücke weitgehend geschlossen wäre. Bislang halfen die geringe Inflation und die nach wie vor verhaltene Lohnentwicklung der Notenbank, ihre trotz kräftiger Expansion der Wirtschaft unverändert expansive Politik zu rechtfertigen. Inzwischen mehren sich aber die Stimmen, die besagen, dass die Unterauslastung der Gesamtwirtschaft rapide zurückgeht. Unmittelbare Inflationsgefahren bestehen zwar derzeit wohl nicht, zumal die Aufwertung des Pfund Sterling in den vergangenen Monaten vonseiten der Importpreise Entlastung bringt. Um dem Aufbau binnenwirtschaftlichen Preisdrucks zu begegnen und die Gefahr einer neuerlichen Immobilienblase zu reduzieren, dürfte die Bank von England dennoch voraussichtlich bereits gegen Ende dieses Jahres anfangen, ihre Zinsen allmählich zu erhöhen. Sie wird damit unter den großen Notenbanken die erste sein, die mit dem Ausstieg aus der Krisenpolitik beginnt.

Nachdem sich die monetären Rahmenbedingungen in vielen *Schwellenländern* nach der Jahreswende infolge einer weiteren Welle von Kapitalabflüssen nochmals verschlechtert hatten, ist es im weiteren Verlauf des Jahres nicht mehr zu ausgeprägten Finanzmarkturbulenzen gekommen. Die Wechselkurse haben sich stabilisiert, die Aktienkurse sind sogar kräftig gestiegen (Abbildung 15). Allerdings haben die Notenbanken in vielen Schwellenländern die Leitzinsen zum Teil empfindlich angehoben, um dem Abwertungsdruck und einem Anstieg der Inflationserwartungen zu begegnen. In den vergangenen Monaten entwickelte sich die Geld-

³ Zur Geldpolitik im Euroraum vgl. auch Gern et al. (2014b).

politik in den Schwellenländern diesbezüglich differenziert. In einigen Ländern wurden die Zinsen im Sommer nochmals erhöht, so in Russland und Kolumbien, in anderen wurden die Zinsen vorsichtig wieder etwas gesenkt, wie in Chile oder der Türkei.

Abbildung 15:
Aktienkurse in den Schwellenländern 2008–2014



Quelle: Thomson Financial Datastream.

In China sind Leitzinsen und Mindestreserve seit geraumer Zeit unverändert. Die Kreditexpansion war im ersten Halbjahr 2014 nach einer Abflachung in der zweiten Jahreshälfte 2013 wieder kräftig. Die unter „Total Social Financing“ (TSF) erfassten Kredite, die neben normalen Bankkrediten auch andere, „off-balance-sheet“ Finanzierungsformen umfassen, stiegen in diesem Zeitraum um 10,5 Bill. Yuan, verglichen mit rund 17 Bill. Yuan im Gesamtjahr 2013.⁴ Aktuelle Zahlen für den Monat Juli weisen aber mit knapp 0,3 Bill. Yuan die geringste Neukreditvergabe seit Oktober 2008 aus. Da Bankkredite um rund 0,4 Bill. Yuan zunahmen, war die Neukreditvergabe über andere unter TSF erfassten Finanzierungsformen in diesem Monat zum ersten Mal seit drei Jahren sogar rückläufig.

⁴ Zur Kreditentwicklung in China in unterschiedlicher Abgrenzung vgl. Boysen-Hogrefe et al. (2014: Kasten 2).

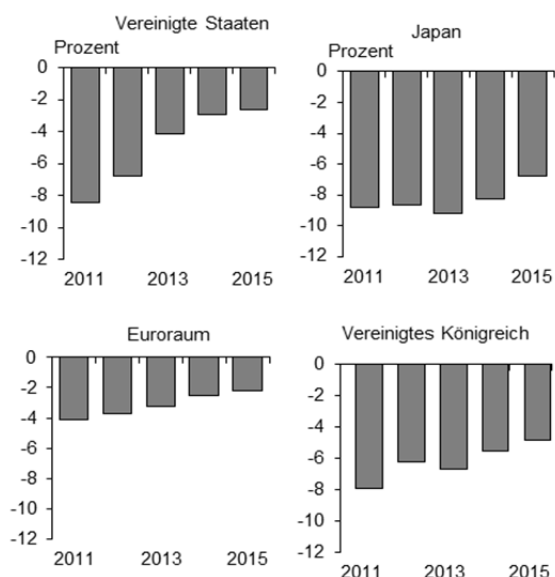
Nur noch wenig restriktive Finanzpolitik

Nach wie vor gibt es in den öffentlichen Haushalten vieler fortgeschrittener Volkswirtschaften erheblichen Konsolidierungsbedarf. Die Defizite sind zumeist immer noch erheblich, und der Schuldenstand in Relation zur Wirtschaftsleistung, der in den Jahren nach der Finanzkrise drastisch gestiegen ist, geht nicht zurück; vielfach steigt er sogar weiter. Nach einer Reihe von Jahren mit zum Teil erheblichen restriktiven Impulsen durch die Finanzpolitik, die vielfach als ursächlich für eine enttäuschende Konjunktorentwicklung angesehen wurden, ist der Konsolidierungseifer nun geringer geworden. In diesem und im nächsten Jahr wird die Finanzpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften insgesamt deutlich weniger restriktiv ausgerichtet sein als in den vergangenen Jahren.

In den *Vereinigten Staaten* sind in den vergangenen Monaten keine finanzpolitisch relevanten Entscheidungen getroffen worden. Die Unwägbarkeiten, die sich in der Vergangenheit bei den Verhandlungen der beiden großen Parteien über die laufenden Haushaltsbudgets und die Anhebungen der Schuldenobergrenze regelmäßig ergeben hatten, sind voraussichtlich bis zum Frühjahr des kommenden Jahres gebannt. Vor dem Hintergrund der komplizierten politischen Konstellation sind bis dahin vonseiten der Finanzpolitik keine nennenswerten Maßnahmen mehr zu erwarten. Das Budgetdefizit dürfte im laufenden Haushaltsjahr auf rund 3 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt zurückgegangen sein; im kommenden Jahr dürfte es nochmals leicht abnehmen (Abbildung 16). Die Schuldenquote des Bundes dürfte damit vorerst in etwa unverändert bleiben, so dass der unmittelbare politische Handlungsdruck gering ist. Gleichwohl wäre es ratsam, das Defizit in dem sich abzeichnenden Aufschwung weiter zurückzufahren und die Verschuldung, die seit der Finanzkrise dramatisch zugenommen hat, allmählich wieder abzubauen, um den Bundeshaushalt krisenfester zu machen und sich für die zukünftigen Her-

ausforderungen, die sich beispielsweise durch den demografischen Wandel ergeben, zu wappnen.

Abbildung 16:
Staatliche Finanzierungssalden in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2011–2015



Jahresdaten; in Relation zum Bruttoinlandsprodukt; Vereinigte Staaten: Bund.

Quelle: OECD, *Economic Outlook*; Eurostat; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

In *Japan* wurde im April die Mehrwertsteuer um 3 Prozentpunkte angehoben, was den Einstieg in einen mittelfristigen Konsolidierungsprozess bei den öffentlichen Finanzen bilden soll. Von einem solchen Schritt, der zusätzliche Einnahmen in Höhe von reichlich 1 Prozent des Bruttoinlandsprodukts erbringen soll, würde die Nachfrage spürbar gedämpft werden. Gleichzeitig hätte das Auslaufen des Konjunkturprogramms aus dem Jahr 2012 zu stark sinkenden Investitionsausgaben des Staates geführt. Diesen bremsenden Faktoren hat die Regierung ein neuerliches Konjunkturpaket im Umfang von 1 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt entgegengestellt. Damit wird allerdings eine deutliche Reduzierung des Budgetdefizits, das sich im vergangenen Jahr auf 9 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt belief, weiter hinausgeschoben. Die Regierung betont selbst, dass angesichts eines

Bruttoschuldenstandes von rund 230 Prozent eine glaubwürdige Strategie zur Rückführung der Staatsverschuldung in der mittleren Frist notwendig ist, um das Vertrauen in die wirtschaftliche Zukunft und damit die wirtschaftliche Aktivität zu stärken (Cabinet Office 2013). Eine Politik, die offenbar zentral darauf setzt, einer drohenden Abschwächung der konjunkturellen Dynamik sofort durch zusätzliche Nachfrageimpulse vonseiten des Staates zu begegnen, dürfte kaum geeignet sein, dieses Vertrauen zu fördern. Nach derzeitigen Planungen wird im nächsten Jahr zu den kontraktiven Wirkungen des Auslaufens des Konjunkturprogramms die zweite Stufe der Mehrwertsteuererhöhung (2 Prozentpunkte im Oktober) hinzukommen. Das Budgetdefizit dürfte dann von 8,3 auf 6,8 Prozent sinken.

Im *Euroraum* setzte sich die Konsolidierung der Staatshaushalte im laufenden Jahr in geringerem Tempo fort als 2013. Nachdem das zusammengefasste Budgetdefizit im vergangenen Jahr trotz schrumpfender gesamtwirtschaftlicher Produktion von 3,7 Prozent auf 3,0 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt zurückging, dürfte es in diesem Jahr bei leicht zunehmender Wirtschaftsleistung nur um 0,3 Prozentpunkte auf 2,7 Prozent sinken. Das um die Konjunkturkomponente und um Einmal-effekte bereinigte strukturelle Defizit in den Staatshaushalten der Länder des Euroraums dürfte sich im laufenden Jahr um reichlich einen halben Prozentpunkt verringern, nachdem es im vergangenen Jahr wohl um deutlich mehr als einen Prozentpunkt gesunken ist. Für das kommende Jahr zeichnet sich ab, dass sich der Konsolidierungsprozess weiter verlangsamt. Zwar wird das zusammengefasste Budgetdefizit im Euroraum in ähnlichem Umfang zurückgehen wie in diesem Jahr. Dabei helfen allerdings die konjunkturelle Belebung, die wir für das kommende Jahr erwarten, sowie der Fortfall von einmaligen Belastungen. Strukturell wird das Budgetdefizit wohl nur noch halb so stark konsolidiert wie in diesem Jahr.

Im *Vereinigten Königreich* wird der seit 2010 betriebene deutlich restriktive finanzpolitische Kurs seit dem vergangenen Jahr mit geringerem Elan verfolgt als zuvor. Waren bis

zum Jahr 2012 die Maßnahmen weitgehend planmäßig umgesetzt worden, so wurden Teile der für 2013 und 2014 vorgesehenen Maßnahmen – im Wesentlichen deutliche Einschnitte bei den Sozialausgaben und den Budgets der Ministerien – auf die Zeit nach den Wahlen zum Unterhaus verschoben, die spätestens Mitte 2015 abgehalten werden müssen. Das Budget für das Fiskaljahr 2014/15 (April bis März) ist fiskalisch neutral, und auch für den Haushalt im Wahljahr sind keine spürbaren Einschnitte zu erwarten. Das Budgetdefizit geht infolge der guten Konjunktur zwar weiter zurück. Das Ziel eines strukturell ausgeglichenen Haushalts, das nach den ursprünglichen Planungen bereits im Fiskaljahr 2014/15 erreicht werden sollte und nach gegenwärtigem Stand für 2017/18 anvisiert wird, könnte als Folge dieser Politik aber nochmals verschoben werden.

Ausblick: Allmähliche Zunahme der weltwirtschaftlichen Dynamik

Der IfW-Indikator für die Weltkonjunktur, den das Institut für Weltwirtschaft auf der Basis der Erwartungskomponenten von Stimmungsindikatoren errechnet, deutet am aktuellen Rand auf eine wieder etwas zunehmende Dynamik der Weltwirtschaft hin. Allerdings ist die Verbesserung im Wesentlichen auf die historisch hohen Werte des Stimmungsindikators in den Vereinigten Staaten zurückzuführen. In den übrigen Regionen hat sich das Wirtschaftsklima am aktuellen Rand zum Teil sogar eingetrübt. Von einem Aufschwung, der von allen Regionen getragen wird, ist die Weltwirtschaft nach wie vor weit entfernt. Sie bleibt damit auch anfällig für Störungen, sei es durch geopolitische Entwicklungen, sei es durch Turbulenzen an den Finanzmärkten. Wir erwarten zwar, dass sich die Weltkonjunktur im kommenden Jahr festigt. Vor allem in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften dürfte sich die Produktion spürbar beleben. Hingegen wird die Dynamik in den Schwellenländern im kommenden Jahr noch gedämpft sein. Zu den konjunkturellen Proble-

men kommt hinzu, dass sich die zugrunde liegende Wachstumsdynamik in den Schwellenländern offenbar abgeschwächt hat. Eine Reihe von wichtigen Schwellenländern sieht sich Strukturproblemen gegenüber, die die Wachstumsaussichten für die kommenden Jahre eintrüben. Von daher dürfte die Weltwirtschaft im Prognosezeitraum nur allmählich an Dynamik gewinnen und verglichen mit den Expansionsraten der Aufschwungsjahre im vergangenen Jahrzehnt moderat ausfallen.

Der Prognose liegt die Annahme zugrunde, dass die geopolitischen Krisen zwar noch geraume Zeit schwelen werden, sich aber nicht nochmals zuspitzen. Wir gehen außerdem davon aus, dass deutliche Anspannungen an den Finanzmärkten ausbleiben, zeitlich eng begrenzt sind oder sich auf einzelne Länder beschränken. Für den Ölpreis rechnen wir mit einem Niveau von 100 US-Dollar im vierten Quartal und realer Konstanz im verbleibenden Prognosezeitraum. Die Wechselkurse verharren annahmegemäß auf ihrem derzeitigen Niveau (US-Dollar/Euro: 1,30). Obwohl die Unsicherheit über den Umgang der Politik mit der Krise im Euroraum nach wie vor groß ist, dürften die Zweifel am Bestand des Euroraums weiter nachlassen, zumal die wirtschaftlichen Anpassungsprozesse in den Krisenländern allmählich sichtbar voran kommen. Allerdings könnte die problematische Situation in Frankreich und Italien, wo die Wirtschaft stagniert und die Regierungen nur langsam mit Reformen vorangehen, einen neuerlichen Vertrauensverlust in die Stabilität des Euroraums auslösen.

Bei diesen Annahmen dürfte sich die weltwirtschaftliche Expansion im Verlauf dieses und des kommenden Jahres nach und nach verstärken. Insbesondere für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist für das zweite Halbjahr 2014 und für 2015 eine höhere Zuwachsrate in Sicht, als sie in den beiden vergangenen Jahren verzeichnet wurde. In den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich dürften die Einkommen zunehmend auch durch höhere Löhne gestützt werden. Hinzu kommt, dass der Entschuldungsprozess im privaten Sektor so weit vorangekommen ist, dass die Konsumneigung steigt. Im Euroraum dürften sich die Expansi-

onskräfte vor dem Hintergrund einer nochmals expansiveren Geldpolitik und nachlassenden Restriktionswirkungen der Finanzpolitik im kommenden Jahr wieder stärker bemerkbar machen. Für das zweite Halbjahr erwarten wir angesichts der gegenwärtig gedrückten Stimmung nur wenig mehr als Stagnation. Bremsende Einflüsse von der Finanzpolitik verlieren in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften insgesamt an Gewicht, in Japan steht allerdings ein ausgeprägter Schwenk hin zu einer restriktiven Finanzpolitik bevor. Alles in allem rechnen wir für das Bruttoinlandsprodukt dieser Ländergruppe mit einer Zunahme um 1,7 Prozent in diesem und 2,4 Prozent im nächsten Jahr, nach einem Zuwachs von lediglich 1,4 Prozent Jahr 2013 (Tabelle 2). Bei diesem Aufschwung dürfte sich die Arbeitslosigkeit allmählich verringern, sie wird aber auch am Ende des Prognosezeitraums noch beträchtlich sein.

In den Schwellenländern stellt sich die Situation sehr differenziert dar. Zwar werden alle von der stärkeren Nachfrage in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften profitieren. In einer Reihe von Ländern bestehen aber strukturelle Probleme, die eine rasche Rückkehr zu hohen Expansionsraten unwahrscheinlich machen. Während die Geldpolitik zumeist darauf gerichtet ist, den Wechselkurs zu stabilisieren und Vertrauen in Stabilität zu bilden und nur vereinzelt Anregungen für die Konjunktur geben kann, hat sich auch der Spielraum für die Finanzpolitik in vielen Ländern verringert. So wird die gesamtwirtschaftliche Produktion in den Schwellenländern zwar im Prognosezeitraum wieder stärker zunehmen; die Belegung dürfte aber vergleichsweise mäßig ausfallen.

Alles in allem rechnen wir mit einem Anstieg der Weltproduktion gerechnet auf Basis von Kaufkraftparitäten im laufenden Jahr um 3,2 Prozent (Tabelle 3); für 2015 erwarten wir einen Zuwachs um 3,7 Prozent.⁵ Damit haben wir un-

⁵ Zur Gewichtung verwenden wir die vom IWF in seiner World Economic Outlook Database (Frühjahr 2014) zur Verfügung gestellten Anteile an der Weltproduktion im Jahr 2013. Diese beruhen auf dem Survey des International Comparison Program (ICP) des Jahres 2005. Inzwischen wurden vom ICP Berechnungen der Kaufkraftparität auf der Basis eines Surveys aus dem Jahr 2011 vorgelegt. Die darauf

beruhenden Anteile an der Weltproduktion ergeben ein etwas größeres Gewicht der Entwicklungs- und Schwellenländer, die insgesamt eine deutlich höhere Wachstumsrate aufweisen als die fortgeschrittenen Volkswirtschaften. So ergibt sich bei Benutzung der neuen Gewichte eine geringfügig höhere Zuwachsrate für die Weltproduktion als bislang ermittelt. Im Update des IWF World Economic Outlook vom Juli (via Internet am 7. September 2014) <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2014/update/02/pdf/0714.pdf>> wurden bereits Gewichte auf Basis der neuen ICP-Daten für die Berechnung des Anstiegs der Weltproduktion verwendet, sie stehen aber noch nicht öffentlich zur Verfügung.

tere Prognose im Vergleich zum Juni für dieses Jahr um 0,4 und für nächstes Jahr um 0,3 Prozentpunkte reduziert. Bei diesem Expansions-tempo dürfte die Auslastung der weltweiten Produktionskapazitäten im Durchschnitt dieses Jahres weiter zurückgehen, und sie steigt im kommenden Jahr noch nicht nennenswert an. Der Welthandel nimmt 2014 mit einer Rate von rund 3 Prozent voraussichtlich nochmal nur schwach zu. Für 2015 erwarten wir eine moderate weitere Beschleunigung auf 4,5 Prozent; damit nimmt der Welthandel weiterhin langsamer zu als im mittelfristigen Trend.

Diese Prognose könnte sich noch als zu optimistisch erweisen, wenn sich die geopolitischen Krisen nochmals zuspitzen sollten. So sind die direkten Auswirkungen einer drastischen Verringerung des Handels mit Russland über den Handelskanal für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften angesichts des insgesamt relativ geringen Anteils der Exporte nach Russland zwar nicht massiv. Sie wären aber durchaus fühlbar, vor allem in Europa, wo einige Länder in durchaus beträchtlichem Umfang nach Russland liefern (Tabelle 4). Hinzu kämen indirekte Effekte dadurch, dass die mit einer weiteren Zuspitzung verbundene zusätzliche Unsicherheit das wirtschaftliche Klima verschlechtert, was insbesondere zu einem spürbaren Rückgang der Investitionen führen könnte. Darüber hinaus besteht weiterhin das Risiko, dass Entwicklungen im Zusammenhang mit dem russisch-ukrainischen Konflikt oder Ereignisse im mittleren Osten schließlich doch zu einem starken Anstieg des Ölpreises führen. Außerdem zeigt die Erfahrung des vergangenen

Weltwirtschaftliche Expansion ohne Schwung

Tabelle 2:

Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2013–2015

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Europäische Union	39,9	0,1	1,2	1,6	1,5	0,7	1,4	10,8	10,3	9,9
Schweiz	1,5	2,0	2,2	2,4	0,1	0,5	0,8	4,4	4,3	4,1
Norwegen	1,2	0,6	1,9	2,2	2,0	1,6	1,9	3,4	3,5	3,4
Vereinigte Staaten	38,6	2,2	2,0	3,0	1,5	2,0	2,5	7,4	6,2	5,6
Kanada	4,2	2,0	2,2	2,5	0,9	2,0	2,1	7,1	7,0	6,7
Japan	11,3	1,5	1,0	1,4	0,4	2,8	1,8	4,0	3,6	3,5
Australien	3,5	2,5	2,6	2,8	2,4	2,6	2,8	5,7	5,7	5,5
Südkorea	2,8	3,0	3,6	4,0	1,3	1,6	2,1	3,1	3,1	3,0
Aufgeführte Länder	100,0	1,4	1,7	2,4	1,4	1,7	2,1	8,2	7,6	7,1

Prozent. Gewicht gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2013 in US-Dollar. — Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Verbraucherpreise: Veränderung gegenüber dem Vorjahr, Europäische Union und Norwegen: harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — Arbeitslosenquote: standardisiert nach dem ILO-Konzept. Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2013.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; OECD, *Main Economic Indicators*; IMF, *World Economic Outlook Database*; Statistics Canada, *Canadian Economic Account*; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

Tabelle 3:

Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2013–2015

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015
Weltwirtschaft	100	3,2	3,2	3,7	4,0	4,0	4,1
darunter:							
Fortgeschrittene Länder	51,0	1,4	1,7	2,3	1,4	1,6	2,0
China	15,4	7,7	7,3	7,0	2,6	2,3	2,8
Lateinamerika	7,7	2,8	1,2	2,5	7,8	9,0	8,9
Indien	5,8	4,7	5,4	6,0	10,9	7,0	7,0
Ostasiatische Schwellenländer	3,4	5,2	4,2	5,0	4,1	4,6	4,4
Russland	2,9	1,3	0,2	0,5	6,8	8,0	7,5
<i>Nachrichtlich:</i>							
Welthandelsvolumen		2,7	3,0	4,5			
Weltwirtschaft (gewichtet auf der Basis von Marktwechselkursen des Jahres 2012)		2,7	2,8	3,3	3,4	3,5	3,6

Prozent. Gewicht: gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2013 nach Kaufkraftparität. — Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise: Veränderungen gegenüber dem Vorjahr; Ostasiatische Schwellenländer: Thailand, Malaysia, Indonesien und Philippinen; Fortgeschrittene Länder: Die Werte stimmen nicht notwendigerweise mit denen in Tabelle 2 überein, da der Länderkreis hier breiter gefasst ist und ein anderes Konzept bei der Gewichtung verwandt wird.

Quelle: IMF, *International Financial Statistics*; OECD, *Main Economic Indicators*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

Jahres, dass Änderungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen leicht zu neuerlichen Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten führen können. Durch Verschiebungen von kurzfristigem Portfoliakapital etwa als Reaktion auf eine veränderte Einschätzung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten können einzelne Länder erheblich unter Druck geraten.

Auch negative Überraschungen im Zusammenhang mit der Schuldenkrise im Euroraum könnten eine neuerliche Welle von Unsicherheit über die Zukunft im Währungsraum auslösen und im Prognosezeitraum ebenfalls die Finanzmärkte beunruhigen und die Nachfrage beeinträchtigen.

Weltwirtschaftliche Expansion ohne Schwung

Tabelle 4:

Auswirkungen eines Rückgangs der Importe Russlands auf das Bruttoinlandsprodukt in ausgewählten Ländern 2014–2016

	Vereinigte Staaten	Japan	Euroraum	Deutschland	Frankreich	Italien	Polen
<i>Rückgang um 20 Prozent</i>							
2014	-0,07	-0,14	-0,23	-0,24	-0,16	-0,15	-0,33
2015	0,01	-0,08	-0,13	-0,14	-0,04	-0,15	-0,47
2016	0,07	-0,05	-0,01	-0,06	0,06	-0,06	-0,46
<i>Rückgang um 50 Prozent</i>							
2014	-0,17	-0,39	-0,58	-0,62	-0,41	-0,38	-0,82
2015	0,0	-0,37	-0,50	-0,51	-0,29	-0,49	-1,31
2016	0,15	-0,43	-0,43	-0,48	-0,23	-0,48	-1,55

Abweichungen vom Basisszenario in Prozent. Die Simulation unterstellt, dass die Importe Russlands in den drei Jahren um 20 bzw. 50 Prozent niedriger sind als im Basisszenario.

Quelle: Eigene Berechnungen.

Die Prognose im Einzelnen

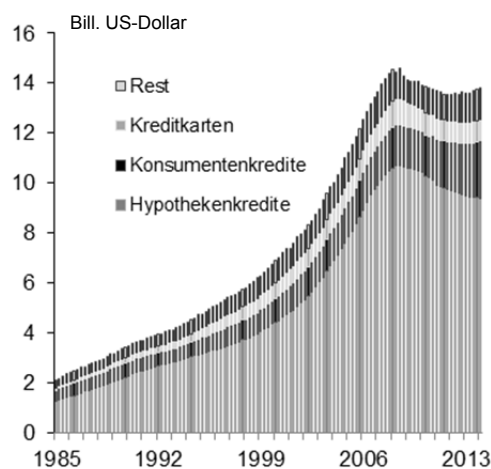
In den *Vereinigten Staaten* ist die Konjunktur nach der kleinen Schwächephase zu Jahresbeginn wieder deutlich aufwärts gerichtet. Im dritten Quartal dürfte die Zuwachsrates des Bruttoinlandsprodukts zwar etwas geringer ausfallen als im zweiten Quartal, in dem temporäre Faktoren zu dem kräftigsten Anstieg beigetragen haben; darauf deuten etwa die vorliegenden monatlichen Zahlen für den privaten Konsum hin. Danach dürfte die Konjunktur jedoch wieder an Fahrt aufnehmen. So ist die Zuversicht bei Unternehmen und Verbrauchern seit einiger Zeit in der Tendenz aufwärts gerichtet. Zudem macht sich die Besserung am Arbeitsmarkt nicht nur bei der Beschäftigung sondern zunehmend auch bei den Löhnen bemerkbar, so dass von dieser Seite der private Konsum stimuliert wird.

Ein maßgeblicher Faktor hinter dem sich abzeichnenden Aufschwung ist, dass die nach wie vor außerordentlich expansiv ausgerichtete Geldpolitik mehr und mehr Wirkung entfaltet. Ein Gutteil, der Anpassungsprozesse, die mit dem Ausbruch Finanzkrise begonnen hatten und die Transmission geldpolitischer Impulse behindert hatten, ist inzwischen wohl abgeschlossen. Sie hatten insbesondere die Bilanzen der privaten Haushalte und den Immobilienmarkt betroffen. Die Verschuldung der privaten Haushalte in Relation zu ihrem verfügbaren

Einkommen ist stark zurückgegangen und sinkt nun in abnehmendem Tempo. Insgesamt springt die Kreditvergabe allmählich wieder an, was sich besonders deutlich bei den Konsumentenkrediten zeigt (Abbildung 17). Das Volumen der Hypothekenkredite geht zwar nach wie vor zurück, aber nicht mehr so rasch wie zuvor, und Befragungen von Banken lassen darauf schließen, dass auch hier die Nachfrage zuletzt merklich anstieg. Zudem ist die Aktivität am Immobilienmarkt wieder deutlich aufwärts-

Abbildung 17:

Kreditvolumen in den Vereinigten Staaten 1985–2014



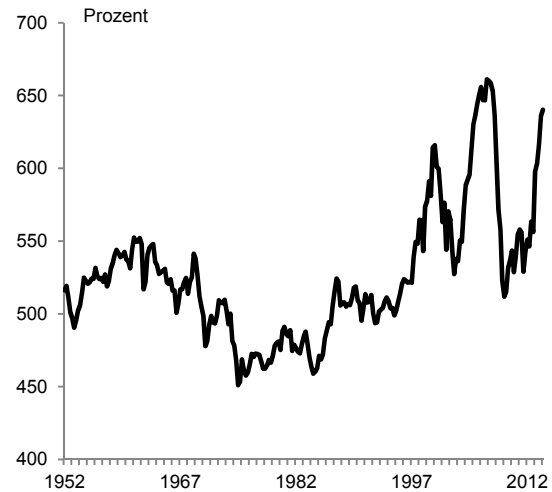
Quartalsdaten.

Quelle: Federal Reserve Board, *Financial Accounts of the United States*; eigene Berechnungen.

gerichtet. So ziehen die realen Immobilienpreise ebenso wie die Wohnungsbauinvestition, die im Winterhalbjahr eine kleine Verschnaufpause eingelegt hatten, bereits seit einiger Zeit wieder an, wenngleich ausgehend von einem recht niedrigen Niveau.

Alles in allem spricht somit vieles dafür, dass die monetäre Expansion sich nun zunehmend in der Realwirtschaft niederschlagen wird. Hieraus ergeben sich jedoch auch Risiken. So ist es notwendig Fehlentwicklungen, wie sie beispielsweise vor der jüngsten Finanzkrise aufgetreten waren, möglichst frühzeitig zu identifizieren, um gegebenenfalls rechtzeitig gegensteuern zu können. Insbesondere wenn die Kreditvergabe und die Immobilienpreise über einen längeren Zeitraum in einem deutlich beschleunigten Tempo zulegen sollten, wären dies typische Indizien für drohende wirtschaftliche Verwerfungen. Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang, dass sich das Nettovermögen der privaten Haushalte in Relation zum verfügbaren Einkommen getrieben durch die boomenden Aktienmärkte und die Wertzuwächse bei Wohnimmobilien wieder ihren Höchstständen von vor der Finanzkrise nähern (Abbildung 18). Dies ist für sich genommen noch kein Warnsignal, zumal die private Verschuldung zuletzt, anders als vor der Finanzkrise, rückläufig war. In der jüngeren Vergangenheit folgten auf solche starke Anstiege des Nettovermögens allerdings stets spürbare Korrekturen bei den Vermögenspreisen. Bedenklich stimmt auch, dass die Kapazitätsauslastung in den Vereinigten Staaten häufig immer noch als sehr gering eingeschätzt wird, obwohl sich die Indizien mehren, dass dies nicht mehr der Fall ist. So ist die Kapazitätsauslastung im verarbeitendem Gewerbe inzwischen recht hoch, neuere Studien zum Arbeitsmarkt sprechen dafür, dass die konjunkturelle Komponente der Unterbeschäftigung stark gesunken ist, und nach den Erfahrungen mit früheren Finanzkrisen ist das Produktionspotenzial vermutlich niedriger als vielfach geschätzt. Vor diesem Hintergrund ist das Risiko groß, dass die Geldpolitik in dem sich abzeichnenden Boom zu lange zu expansiv ausgerichtet bleibt.

Abbildung 18:
Nettovermögen in Relation zum verfügbaren Einkommen in den Vereinigten Staaten 1952–2014



Quartalsdaten.

Quelle: Federal Reserve Board, *Financial Accounts of the United States*; eigene Berechnungen.

Alles in allem dürfte sich der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts im kommenden Jahr auf 3 Prozent deutlich beschleunigen, während er im laufenden Jahr aufgrund der schwachen Entwicklung zu Jahresbeginn mit 2 Prozent wohl noch recht verhalten ausfallen wird (Tabelle 5). Der Rückgang der Arbeitslosenquote wird sich voraussichtlich trotz der lebhaften Konjunktur etwas verlangsamen, weil die Entlastung durch eine sinkende Partizipationsrate wohl entfällt. Im laufenden Jahr wird die Arbeitslosenquote im Jahresdurchschnitt wohl bei 6,2 Prozent liegen, nach 7,4 Prozent im Vorjahr. Im kommenden Jahr dürfte sie auf 5,6 Prozent zurückgehen. Die Inflation wird sich voraussichtlich von 2 Prozent im laufenden Jahr auf 2,5 Prozent im kommenden Jahr beschleunigen.

Für *Japan* rechnen wir im Prognosezeitraum mit einer moderaten Ausweitung der gesamtwirtschaftlichen Aktivität. Das Tempo der Expansion dürfte sich nach einem kräftigen Anstieg im dritten Quartal in der Grundtendenz verringern, weil die Finanzpolitik mit Auslaufen des jüngsten Konjunkturpakets und infolge der

Weltwirtschaftliche Expansion ohne Schwung

Tabelle 5:

Eckdaten zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2012–2015

	2012	2013	2014	2015
Bruttoinlandsprodukt	2,3	2,2	2,0	3,0
Inlandsnachfrage	2,2	1,9	2,2	3,1
Privater Verbrauch	1,8	2,4	2,2	2,7
Staatsnachfrage	-1,4	-2,0	-0,6	0,4
Anlageinvestitionen	8,3	4,7	5,4	8,8
Ausrüstungen	6,8	4,6	6,1	7,5
Geistige Eigentumsrechte	3,9	3,4	3,7	4,8
Gewerbliche Bauten	13,1	-0,5	7,8	7,0
Wohnungsbau	13,5	11,9	2,5	11,5
Vorratsveränderungen	0,2	0,1	0,0	0,0
Außenbeitrag	0,0	0,2	-0,2	-0,1
Exporte	3,3	3,0	3,1	6,1
Importe	2,3	1,1	4,0	5,9
Verbraucherpreise	2,1	1,5	2,0	2,5
Arbeitslosenquote	8,1	7,4	6,2	5,6
Leistungsbilanzsaldo	-2,9	-2,4	-2,7	-2,7
Budgetsaldo (Bund)	-6,8	-4,1	-2,9	-2,6

Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — Außenbeitrag, Vorratsveränderungen: Lundberg-Komponente. — Arbeitslosenquote: in Prozent der Erwerbspersonen. — Leistungsbilanzsaldo, Budgetsaldo: in Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts. — Budgetsaldo: Fiskaljahr.

Quelle: US Department of Commerce, *National Economic Accounts*; US Department of Labor, *Employment Situation and Consumer Price Index*; US Department of the Treasury, *Monthly Treasury Statement*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

neuerlichen Mehrwertsteuererhöhung im Herbst des kommenden Jahres zunehmend dämpfend wirkt. Zudem laufen die Impulse von der Abwertung aus. Andererseits wird die Nachfrage durch die allmählich stärkere Weltkonjunktur gestützt, und mit fortgesetzter Expansion dürften auch die Löhne etwas anziehen. Allerdings wird in diesem Jahr die Kaufkraft durch die preissteigernde Wirkung der Mehrwertsteuererhöhung empfindlich gemindert. Für den Jahresdurchschnitt 2014 und 2015 erwarten wir einen Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts von 1,0 bzw. 1,4 Prozent, nach einem Anstieg um 1,5 Prozent im vergangenen Jahr (Tabelle 6). Die Verbraucherpreise dürften im Jahresdurchschnitt 2014 um 2,8 Prozent steigen und im Jahr 2015 um 1,8 Prozent.

Für den *Euroraum* erwarten wir angesichts der aktuellen Eintrübung bei den Stimmungskennindikatoren, dass die Konjunktur im zweiten Halbjahr dieses Jahres kaum Fahrt aufnimmt.

Tabelle 6:

Eckdaten zur Konjunktur in Japan 2012–2015

	2012	2013	2014	2015
Bruttoinlandsprodukt	1,5	1,5	1,0	1,4
Inlandsnachfrage	2,2	1,8	0,9	1,3
Privater Verbrauch	2,1	0,4	1,5	1,4
Staatskonsum	1,7	0,3	2,1	0,9
Anlageinvestitionen	3,2	2,4	4,1	-0,2
Unternehmensinvestitionen	3,6	-0,9	4,5	0,4
Wohnungsbau	2,9	2,1	3,9	-2,2
Öffentliche Investitionen	2,3	-0,1	17,4	-0,9
Lagerinvestitionen	0,1	-0,3	0,0	0,0
Außenbeitrag	-0,9	-0,1	-0,1	0,1
Exporte	-0,1	-0,9	10,2	3,5
Importe	5,3	0,0	11,0	2,7
Verbraucherpreise	0,0	0,4	2,8	1,8
Arbeitslosenquote	4,3	4,0	3,6	3,5
Leistungsbilanzsaldo	1,1	0,7	0,6	1,0
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo	-8,7	-9,3	-8,0	-6,8

Prozent. Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Außenbeitrag, Vorratsveränderungen: Lundberg-Komponente. — Arbeitslosenquote: Anteil an den Erwerbspersonen. — Finanzierungssaldo: in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: Cabinet Office, *National Accounts*; OECD, *Main Economic Indicators*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

Für das kommende Jahr ist dann eine allmähliche Belebung der wirtschaftlichen Aktivität wahrscheinlich. Die Dynamik der inländischen Verwendung dürfte nur zögerlich zunehmen. Dies liegt einmal daran, dass die privaten Haushalte nach wie vor bemüht sind, ihre Verschuldung zu reduzieren. Hinzu kommt, dass das Investitionsklima derzeit durch die von der Ukraine-Krise induzierte Unsicherheit zusätzlich belastet wird. Mit dem allmählichen Abklingen der Unsicherheit, das wir unterstellen, dürften auch die Unternehmensinvestitionen wieder steigen, zumal sich die Finanzierungsbedingungen im Zuge einer nachlassenden Segmentierung der Finanzmärkte verbessern werden. Die restriktiven Wirkungen der Finanzpolitik lassen Prognosezeitraum spürbar nach. Alles in allem erwarten wir für 2014 einen Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion um 0,7 Prozent, für 2015 einen Zuwachs um 1,3 Prozent (Tabelle 7). Der Inflationsdruck dürfte noch einige Zeit gering bleiben. Unter der Annahme

Tabelle 7:
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2012–2015

	2012	2013	2014	2015
Bruttoinlandsprodukt	-0,7	-0,4	0,7	1,3
Inlandsnachfrage	-2,2	-1,0	0,7	1,1
Privater Verbrauch	-1,3	-0,7	0,8	1,1
Staatsverbrauch	-0,6	0,1	0,8	0,7
Anlageinvestitionen	-4,0	-2,9	1,4	2,3
Vorratsveränderungen	-0,5	0,0	-0,2	-0,1
Außenbeitrag	1,5	0,5	0,0	0,1
Exporte	2,5	1,4	2,5	3,5
Importe	-0,9	0,4	2,8	3,5
Verbraucherpreise	2,5	1,4	0,6	1,1
Arbeitslosenquote	11,3	11,9	11,7	11,3
Leistungsbilanzsaldo	1,4	2,4	2,3	2,5
Budgetsaldo	-3,7	-3,0	-2,7	-2,3

Prozent. Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Außenbeitrag, Vorratsveränderungen: Lundberg-Komponente. — Verbraucherpreise: harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — Arbeitslosenquote: Anteil an den Erwerbsspersonen. — Budgetsaldo: in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: Eurostat, VGR; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

eines im Prognosezeitraum real konstanten Ölpreises erwarten wir für das laufende Jahr einen Anstieg der Verbraucherpreise um 0,6 Prozent. Im Durchschnitt des Jahres 2014 wird die Inflation wohl 1,1 Prozent betragen. Die Lage am Arbeitsmarkt wird sich im Verlauf des Jahres zwar weiter entspannen, ein deutliches Absinken der Arbeitslosigkeit ist aufgrund der geringen konjunkturellen Dynamik aber nicht zu erwarten.

Im *Vereinigten Königreich* dürfte sich die recht kräftige wirtschaftliche Expansion im Prognosezeitraum in der Grundtendenz fortsetzen. Die Realeinkommen und damit der private Konsum werden dadurch gestützt, dass die Beschäftigung deutlich steigt und die Nominallöhne allmählich wieder stärker erhöht werden. Mit anziehender Weltkonjunktur dürfte die Ausfuhr etwas an Schwung gewinnen, wengleich sich die Wettbewerbsposition britischer Produzenten infolge der Pfundaufwertung verschlechtert hat. Die Investitionen werden angesichts verbesserter Absatz- und Ertragsaussichten weiter zügig ausgeweitet werden. Allerdings wird die wirtschaftliche Dynamik auch im

Prognosezeitraum dadurch begrenzt werden, dass die privaten Haushalte weiter bemüht sind, ihre gemessen am verfügbaren Einkommen immer noch hohe Verschuldung zu begrenzen, zumal im kommenden Jahr, wenn die Kapitalmarktzinsen in Erwartung einer geldpolitischen Straffung voraussichtlich steigen werden. Insgesamt rechnen wir mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 3,0 Prozent im laufenden Jahr und um 2,7 Prozent im Jahr 2015 (Tabelle 8). Diese Prognose geht davon aus, dass im anstehenden Referendum über eine politische Unabhängigkeit Schottlands die staatliche Einheit des Vereinigten Königreichs bestätigt wird. Die wirtschaftlichen Unwägbarkeiten eines Austritts Schottlands aus der Union sind sehr groß. Vermutlich würde die wirtschaftliche Entwicklung im Vereinigten Königreich zunächst erheblich belastet.

In den *übrigen Mitgliedsländern der EU* dürfte die Konjunktur im zweiten Halbjahr 2014 weiter unter der Konjunkturschwäche im Euroraum und den negativen Effekten der Ukraine Krise leiden. Die konjunkturelle Entwicklung im Euroraum beeinflusst die Produktion vor allem in den Ländern Mitteleuropas erheblich, denn sie sind sehr stark in die Wertschöpfungsketten der europäischen Industrie eingebunden und der Anteil der Industrie an der gesamtwirtschaftlichen Produktion ist in einigen Ländern recht hoch. So dürfte mit zunehmender Belebung der Konjunktur im Euroraum auch die wirtschaftliche Aktivität in dieser Ländergruppe wieder an Fahrt gewinnen. Hinzu kommt, dass die Belastungen vonseiten der Finanzpolitik, die in einzelnen Ländern in den vergangenen Jahren beträchtlich waren, deutlich geringer ausfallen werden.

Für die *Schwelkenländer* rechnen wir insgesamt mit einer allmählichen Festigung der Konjunktur, die Produktion wird aber nur wenig schneller ausgeweitet werden als zuletzt. In China dürfte sich die Expansionsrate im weiteren Jahresverlauf gegenüber dem zweiten Quartal wieder leicht verringern, nicht zuletzt aufgrund nachlassender Impulse vonseiten der

Weltwirtschaftliche Expansion ohne Schwung

Tabelle 8:

Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den EU-Ländern 2013–2015

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Deutschland	21,0	0,1	1,4	1,9	1,6	1,1	1,9	5,3	5,1	4,9
Frankreich	15,8	0,3	0,3	0,6	1,0	0,6	0,9	10,3	10,3	10,4
Italien	11,9	-1,9	-0,3	0,5	1,3	0,2	0,6	12,2	12,7	12,8
Spanien	7,8	-1,2	1,0	1,1	1,5	0,0	0,5	26,1	24,7	23,2
Niederlande	4,6	-0,8	0,2	1,4	2,6	0,5	1,4	6,7	7,0	6,9
Belgien	2,9	0,2	1,0	1,3	1,2	0,8	1,5	8,5	8,5	8,4
Österreich	2,4	0,3	1,0	1,6	2,1	1,6	1,8	4,9	4,9	4,8
Griechenland	1,4	-3,9	0,0	1,5	-0,9	-1,0	0,5	27,5	27,0	25,5
Finnland	1,5	-1,3	-0,2	1,4	2,2	1,2	1,5	8,2	8,5	8,2
Portugal	1,3	-1,4	0,8	1,3	0,4	-0,2	0,2	16,4	14,3	13,3
Irland	1,3	0,2	1,5	3,0	0,5	0,4	1,0	13,1	11,7	9,8
Slowakei	0,6	0,9	2,2	3,2	1,5	-0,1	0,5	14,2	13,7	13,0
Luxemburg	0,3	2,1	2,8	2,9	1,7	1,1	1,8	5,9	6,2	6,1
Slowenien	0,3	-1,1	1,6	2,0	1,9	0,5	0,7	10,1	10,1	9,6
Lettland	0,2	4,1	3,2	4,2	0,0	0,7	1,6	11,9	11,0	9,5
Estland	0,1	0,8	0,0	2,8	3,2	0,5	1,5	8,6	7,6	6,8
Zypern	0,1	-5,4	-3,0	-1,0	0,4	-1,0	0,0	15,9	15,3	15,0
Malta	0,1	2,9	2,0	2,4	1,0	0,8	1,3	6,4	5,9	5,7
Vereinigtes Königreich	14,7	1,7	3,0	2,7	2,6	1,8	2,2	7,5	6,5	5,8
Polen	2,9	1,6	2,8	3,0	0,8	0,5	1,8	10,3	9,3	8,3
Schweden	3,1	1,6	2,2	2,5	0,4	0,0	0,8	8,0	7,9	7,6
Dänemark	1,9	0,4	1,3	1,6	0,5	0,5	0,9	7,0	6,6	6,3
Tschechien	1,2	-0,9	1,8	1,8	1,4	0,8	2,0	7,0	6,2	5,8
Rumänien	1,0	3,5	0,9	1,6	3,2	1,5	2,5	7,3	7,1	6,9
Ungarn	0,7	1,1	2,5	2,0	1,7	0,3	2,5	10,2	8,1	7,5
Kroatien	0,3	-0,9	-0,4	0,8	2,3	0,5	1,5	17,3	17,0	16,8
Bulgarien	0,3	0,9	1,5	2,3	0,4	-1,5	1,0	13,0	11,9	11,3
Litauen	0,3	3,3	3,2	2,5	1,2	0,4	1,5	11,8	11,5	11,0
Europäische Union	100,0	0,1	1,2	1,6	1,5	0,7	1,4	10,8	10,3	9,9
<i>Nachrichtlich:</i>										
Europäische Union 15	90,5	0,0	1,1	1,5	1,5	0,8	1,3	11,0	10,6	10,2
Beitrittsländer	8,1	1,1	2,0	2,4	1,4	0,5	1,7	10,1	9,2	8,6
Euroraum	73,5	-0,4	0,7	1,3	1,4	0,6	1,1	11,9	11,7	11,3
Euroraum ohne Deutschland	52,6	-0,7	0,4	1,0	1,3	0,4	0,8	14,4	14,1	13,6

Prozent. Gewicht: auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2013. — Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Verbraucherpreise: Veränderung gegenüber dem Vorjahr, harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — Arbeitslosenquote: standardisiert nach dem ILO-Konzept, Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2013. — Beitrittsländer seit 2004.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

Finanzpolitik. Einige Frühindikatoren deuten am aktuellen Rand bereits auf eine wieder verlangsamte Dynamik hin. So sank der von HSBC/Markit veröffentlichte Einkaufsmanagerindex im August deutlich, und auch der entsprechende Index des nationalen Statistikamtes war zum ersten Mal seit Jahresbeginn wieder rückläufig. Für das Gesamtjahr 2014 rechnen

wir mit einem Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion von 7,3 Prozent. Im Jahr 2015 dürfte sich die wirtschaftliche Dynamik weiter leicht abschwächen; wir rechnen mit einem Anstieg der Produktion von rund 7 Prozent (Tabelle 9).

In Indien wird sich der Produktionsanstieg im Jahr 2014 voraussichtlich leicht auf rund 5,4

Weltwirtschaftliche Expansion ohne Schwung

Tabelle 9:

Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in ausgewählten Schwellenländern 2012–2015

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
		2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
Indonesien	4,0	6,2	5,8	5,0	5,5	4,0	6,4	6,5	6,0
Thailand	2,1	6,4	2,9	0,2	3,5	3,0	2,2	2,0	2,5
Philippinen	1,4	6,8	7,2	6,0	5,5	3,2	2,9	4,3	4,0
Malaysia	1,6	5,5	4,7	5,9	5,0	1,7	2,1	3,3	3,0
Insgesamt	9,1	6,2	5,2	4,2	5,0	3,2	4,1	4,6	4,4
China	41,3	7,7	7,7	7,3	7,0	2,7	2,6	2,3	2,8
Indien	15,6	4,8	4,7	5,4	6,0	9,3	10,9	7,0	7,0
Asien insgesamt	66,1	6,8	6,6	6,4	6,5	4,3	4,8	3,7	4,0
Brasilien	7,5	1,0	2,5	0,1	2,0	5,4	6,2	6,2	5,5
Mexiko	5,7	3,7	1,3	2,5	3,0	4,1	3,8	4,0	3,5
Argentinien	2,4	1,9	5,0	-1,0	1,0	10,0	15,0	15,0	15,0
Kolumbien	1,6	4,0	4,3	5,0	4,5	3,2	2,0	2,5	3,0
Chile	1,0	5,4	4,1	1,9	4,0	3,0	2,1	2,0	2,0
Peru	1,1	5,9	5,8	1,8	5,0	3,7	2,8	3,5	3,0
Venezuela	1,3	5,6	1,3	0,0	0,0	21,1	38,5	55,0	60,0
Lateinamerika insgesamt	20,6	2,8	2,8	1,2	2,5	6,2	7,8	9,0	8,9
Russland	7,9	3,4	1,3	0,2	0,5	5,1	6,8	8,0	7,5
Türkei	3,6	2,2	3,7	2,8	3,0	8,9	7,5	8,5	6,5
Südafrika	1,8	2,5	1,9	2,2	2,8	5,6	5,8	6,0	5,5
Aufgeführte Länder	100,0	5,5	5,2	4,7	5,0	5,0	5,7	5,4	5,4

Prozent. Gewicht: gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2013 nach Kaufkraftparitäten. — Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Verbraucherpreise: Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Asien insgesamt, Lateinamerika insgesamt: aufgeführte Länder.

Quelle: IMF, *International Financial Statistics*; OECD, *Main Economic Indicators*; nationale Statistiken; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

Prozent beschleunigen. Der OECD-Frühindikator und der Einkaufsmanagerindex deuten auf eine konjunkturelle Belebung in der zweiten Jahreshälfte hin. Auch dürfte die bei den Parlamentswahlen im Mai erreichte absolute Mehrheit für die Bharatiya Janata Partei des neuen Premierministers Modi den wirtschaftlichen Reformprozess begünstigen und zu einem Anziehen der Investitionen im Prognosezeitraum beitragen. Gleichwohl wird die Expansionsrate weiterhin deutlich hinter den Raten zurückbleiben, die im vergangenen Jahrzehnt verzeichnet worden waren.

In der Gruppe der südostasiatischen Schwellenländer dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion im laufenden Jahr um 4,2 Prozent steigen (2013: 5,2 Prozent). Zwar wird sich die Produktion in Thailand im zweiten Halbjahr beleben (das Konsumentenvertrauen ist zuletzt zum dritten Mal in Folge gestiegen und nun auf

dem höchsten Niveau seit über einem Jahr), im Jahresdurchschnitt wird die Produktion aber wohl kaum zunehmen. Im kommenden Jahr erwarten wir für die Ländergruppe infolge einer dann wieder kräftigen wirtschaftlichen Expansion in Thailand, dass sich der Produktionsanstieg auf rund 5 Prozent beschleunigt.

In Lateinamerika dürfte sich die Konjunktur nach dem äußerst schwachen ersten Halbjahr in der zweiten Jahreshälfte stabilisieren. Angesichts des erwarteten leichten Anziehens der Rohstoffpreise werden sich die Terms of Trade wohl nicht weiter verschlechtern und von dieser Seite keine dämpfenden Effekte auf die Produktion mehr ausgehen. Allerdings wird das Wachstumspotenzial der lateinamerikanischen Länder vorerst nicht auf den Pfad zurückkehren, der vor der Finanzkrise zu beobachten war. Die strukturellen Probleme, wie Engpässe bei der Infrastruktur und ein überdimensionierter

ineffizienter öffentlicher Sektor (Brasilien), protektionistische Maßnahmen (Argentinien), oder planwirtschaftliche Eingriffe wie Preiskontrollen (Venezuela) werden das Wirtschaftswachstum im Prognosezeitraum weiter belasten. Insgesamt rechnen wir mit einer Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion im Jahr 2014 von 1,2 Prozent und 2,5 Prozent im Jahr 2015.

Die Konjunktur in Russland wird vorerst weiter unter den Auswirkungen des Konflikts mit der Ukraine leiden. Infolge der im Juli beschlossenen Sanktionen durch die EU und die Vereinigten Staaten kommen weitere Belastungen auf die russische Wirtschaft zu. So dürfte die Mittelbeschaffung für Investitionen durch die Zugangsbeschränkung für große russische Staatsbanken zum europäischen Kapitalmarkt zusätzlich erschwert werden. Das Verbot von Exporten bestimmter Güter wird der russischen Wirtschaft vor allem auf mittlere Sicht Probleme bereiten, sind doch insbesondere auch Technologien betroffen, die zur Förderung und Erschließung von Gas- und Ölvorkommen gebraucht werden und nicht aus anderen Quellen bezogen werden können. Die Entscheidung Russlands, als Reaktion auf die westlichen Sanktionen den Import von zahlreichen Nah-

rungsmitteln aus der EU zu verbieten, wird steigende Verbraucherpreise in Russland und dadurch eine Schwächung der Realeinkommen zur Folge haben, mit entsprechenden negativen Auswirkungen auf den Konsum. Wir erwarten, dass die politischen Spannungen noch längere Zeit anhalten, eine weitere Eskalation ist aber nicht unterstellt. Unter diesen Bedingungen rechnen wir für das zweite Halbjahr 2014 mit einem leichten Rückgang des Bruttoinlandsprodukts. Unter der Annahme einer allmählichen Entspannung im kommenden Jahr dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion im Verlauf des nächsten Jahres wieder steigen. So verbessern sich die Perspektiven für die Ausfuhren nicht nur durch eine – wenn auch moderate – die Belebung der Konjunktur im Ausland. Hinzu kommt, dass sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit russischer Produzenten durch die starke Abwertung deutlich verbessert hat. Dies dürfte sich in einem deutlichen Anstieg der Exporte niederschlagen. Die Binnennachfrage wird sich hingegen nur allmählich beleben, gebremst durch weiterhin schwierige Finanzierungsbedingungen und eine anhaltend hohe Inflation. Alles in allem erwarten wir für dieses und nächstes Jahr einen Anstieg der Produktion um lediglich 0,2 bzw. 0,5 Prozent.

Literatur

- Abeysinghe, T. (2008). Interpolated Quarterly GDP Data for Malaysia, Indonesia, Thailand, Philippines and China. Via Internet (7. September 2014) <<http://courses.nus.edu.sg/course/ecstabeysinghe/gdpdata.xls>>.
- Anderton, R., und T. Tewolde (2011). The Global Financial Crisis: Understanding the Global Trade Downturn and Recovery. *The World Economy* 34 (5): 741–763.
- Boysen-Hogrefe, J., K.-J. Gern, M. Plödt, B. van Roye und J. Scheide (2014). Belebung der Weltwirtschaft trotz Widerstanden. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur im Frühjahr 2014. Kieler Diskussionsbeiträge 534/535. IfW, Kiel.
- Bussiere, M., G. Callegari, F. Ghironi, G. Sestieri und N. Yamano (2013). Estimating Trade Elasticities: Demand Composition and the Trade Collapse of 2008–2009. *American Economic Journal: Macroeconomics* 5 (3): 118–151.
- Cabinet Office (2013). Basic Framework for Fiscal Consolidation: Medium-term Fiscal Plan. 8. August. Via Internet (12. März 2014) <http://www5.cao.go.jp/keizai1/2013/20130808_medium_term.pdf>.

Weltwirtschaftliche Expansion ohne Schwung

- Deutsche Bundesbank (2013). Zum empirischen Zusammenhang zwischen Welthandel und globaler Wirtschaftsleistung. *Monatsbericht*. November. Frankfurt am Main.
- Deutsche Bundesbank (2014). *Monatsbericht*. August. Frankfurt am Main.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2014). Understanding Global Trade Elasticities: What Has Changed? Monthly Bulletin. July. Frankfurt am Main.
- Freund, C. (2009). The Trade Response to Global Downturns. Policy Research Working Paper 5015. The World Bank. Washington, D.C.
- Gern, K.-J., N. Jannsen, M. Plödt, B. van Roye und J. Scheide (2013). Expansion der Weltwirtschaft bleibt moderat. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), *Weltkonjunktur im Herbst 2013*. Kieler Diskussionsbeiträge 526/527. IfW, Kiel.
- Gern, K.-J., N. Jannsen, M. Plödt, B. van Roye, J. Scheide und T. Schwarzmüller (2014a). *Weltkonjunktur vorerst weiter mit wenig Schwung*. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), *Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Sommer 2014*. Kieler Diskussionsbeiträge 539/540. IfW, Kiel.
- Gern, K.-J., D. Groll, J. Scheide, T. Schwarzmüller und M. Wolters (2014b). *Euroraum: Dämpfer für die Konjunktur*. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), *Weltkonjunktur im Herbst 2014*. Kieler Diskussionsbeiträge 543/544. IfW, Kiel.
- Zwick, L. (2013). Verlangsamte Expansion des Welthandels? – Empirische Evidenz und mögliche Ursachen. *RWI Konjunkturbericht* 64 (4): 23–30.

Euroraum: Dämpfer für die Konjunktur

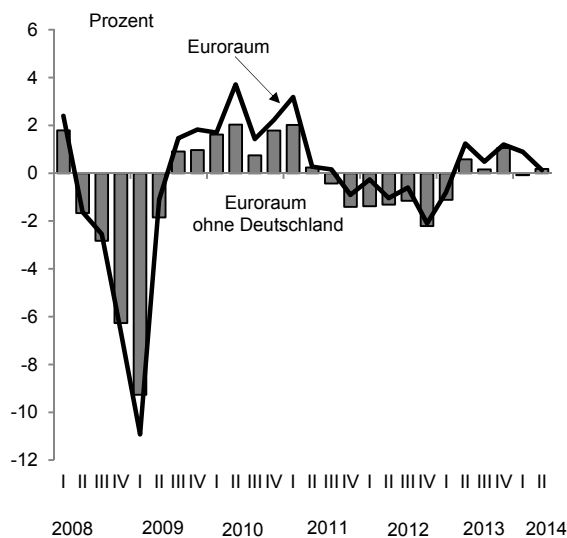
Klaus-Jürgen Gern, Dominik Groll, Joachim Scheide, Tim Schwarzmüller und Maik Wolters

Zusammenfassung:

Die konjunkturelle Erholung im Euroraum gerät zur Jahresmitte ins Stocken. Im zweiten Quartal 2014 stagnierte das Bruttoinlandsprodukt auf dem Niveau des Vorquartals. Die Stimmungsindikatoren deuten darauf hin, dass die wirtschaftliche Aktivität in der zweiten Jahreshälfte 2014 nur geringfügig zulegen dürfte. Erst im kommenden Jahr wird die Konjunktur wohl an Fahrt gewinnen. Alles in allem wird das Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr voraussichtlich um 0,7 Prozent expandieren; im Jahr 2015 dürfte der Zuwachs 1,3 Prozent betragen. Der Inflationsdruck dürfte über den gesamten Prognosezeitraum gering bleiben. Die Verbraucherpreise werden unserer Einschätzung nach im Jahr 2014 um 0,6 Prozent zulegen, und auch im Jahresdurchschnitt 2015 noch deutlich unter der 2-Prozent-Marke liegen. Die Wahrscheinlichkeit einer Deflationsspirale schätzen wir aber nach wie vor gering ein. Die Lage am Arbeitsmarkt wird sich im Prognosezeitraum weiter entspannen. Aufgrund der nur moderaten Zunahme der wirtschaftlichen Aktivität dürfte die Arbeitslosenquote allerdings nur wenig zurückgehen. Nach 11,9 Prozent im Jahresdurchschnitt 2013 wird die Arbeitslosenquote in diesem Jahr voraussichtlich 11,7 Prozent betragen. Im Jahr 2015 dürften durchschnittlich 11,3 Prozent der Erwerbspersonen ohne Arbeit sein.

Die konjunkturelle Erholung, die im Jahr 2013 eingesetzt hatte, kam im zweiten Quartal des laufenden Jahres zum Erliegen. Die gesamtwirtschaftliche Produktion blieb im Vergleich zum Vorquartal unverändert (Abbildung 1). Zwar legte der private Verbrauch mit einer laufenden Jahresrate von 1,2 Prozent zu, und auch der Staatsverbrauch expandierte. Dennoch war die inländische Verwendung rückläufig, weil die Lagerbestände spürbar zurückgingen und die Unternehmen ihre Investitionen reduzierten. Die Dynamik im Außenhandel war gering. Dem moderaten Anstieg der Exporte um 1,8 Prozent stand ein Zuwachs um 1 Prozent bei den Importen gegenüber, so dass der Expansionsbeitrag des Außenhandels 0,4 Prozentpunkte betrug.

Abbildung 1:
Bruttoinlandsprodukt 2008–2014



Quartalsdaten; kalender-, preis- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen.

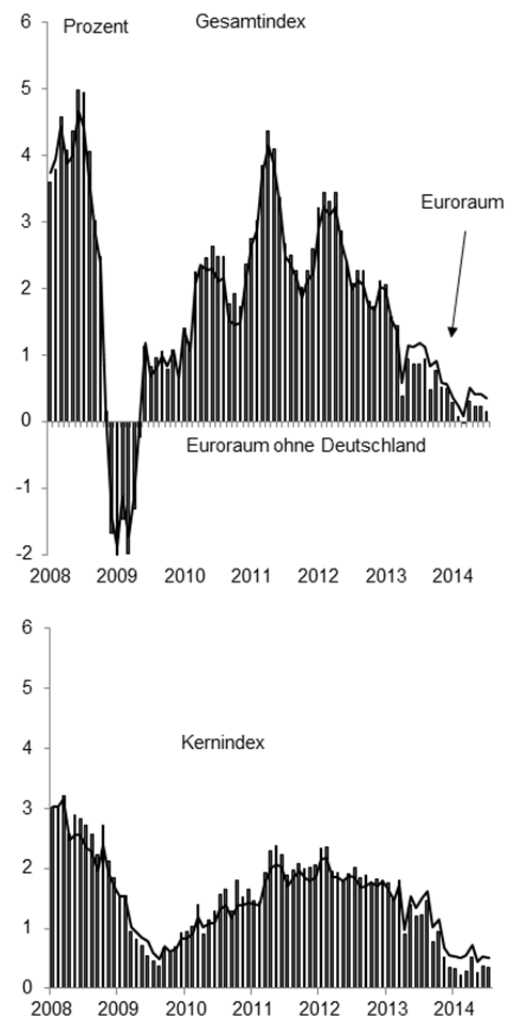
Im Euroraum ohne Deutschland war ein geringer Produktionsanstieg um annualisiert 0,4 Prozent zu verzeichnen. Allerdings war die Entwicklung in den einzelnen Ländern äußerst uneinheitlich. In Spanien und Portugal verstärkte sich die Expansion des Bruttoinlandsprodukts auf Raten von 2,3 bzw. 2,4 Prozent,

und auch in den Niederlanden sowie in Österreich legte die Produktion beschleunigt zu. In Frankreich verharrte die gesamtwirtschaftliche Produktion abermals auf dem Niveau des Vorquartals. Italien befindet sich sogar erneut in der Rezession. Nach einem Rückgang um 0,3 Prozent zu Beginn des Jahres, schrumpfte die wirtschaftliche Aktivität im zweiten Quartal mit einer annualisierten Rate 0,8 Prozent. In Griechenland hingegen scheint der konjunkturelle Tiefpunkt erreicht. Die gesamtwirtschaftliche Produktion hat sich im Vorjahresvergleich kaum noch verringert (für Griechenland sind derzeit keine saisonbereinigten Zahlen für das Bruttoinlandsprodukt verfügbar). Auch die Stimmungskennzeichen deuten schon seit einiger Zeit auf eine Belebung hin.

Der Verbraucherpreisanstieg hat sich in den vergangenen Monaten nur noch geringfügig abgeschwächt. Im Sechsmonatsvergleich lag die Teuerung im Juli bei 0,4 Prozent (Abbildung 2). Ursächlich dafür war, dass die Sonderfaktoren (Wechselkurs, Energiepreise und Verbrauchssteueränderungen), die im Verlauf des vergangenen Jahres zu einem deutlichen Rückgang des Preisauftriebs geführt hatten, größtenteils entfallen sind.¹ Für eine Stabilisierung des Preisauftriebs – wenngleich auf niedrigem Niveau – spricht auch, dass die Kernrate seit Dezember 2013 nahezu unverändert bei 0,5 Prozent verharrt. Die Gefahr einer „Deflationsspirale“ erscheint mit Blick auf die wesentlichen Bestimmungsfaktoren der Inflation gering (Kasten 1). Im Vorjahresvergleich erhöhten sich die Verbraucherpreise im August um 0,3 Prozent. Deutlich gedämpft wurde die Inflationsrate durch die Preisentwicklung bei Nahrungsmitteln und Energieträgern. Für letztere mussten die Verbraucher im Vergleich zum Vorjahr 2,0 Prozent weniger bezahlen. Ausschlaggebend dafür war nicht zuletzt der Rückgang des in Euro gerechneten Ölpreises. Der um Energieträger bereinigte Preisindex stieg im Vorjahresvergleich zuletzt um 0,6 Prozent.

Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich in den vergangenen Monaten trotz der konjunkturel-

Abbildung 2:
Verbraucherpreise 2008–2014



Monatsdaten, saisonbereinigt; Veränderung in den vergangenen sechs Monaten; Jahresrate. Kernindex: Gesamtindex ohne Energie.

Quelle: EZB, Monatsbericht; Deutsche Bundesbank, Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen; eigene Berechnungen.

len Stockung weiter gebessert. Im Juli (letzter verfügbarer Wert) waren 11,5 Prozent der Erwerbspersonen ohne Arbeit (Abbildung 3), nach 11,7 Prozent zu Jahresbeginn und 12 Prozent im Frühjahr vergangenen Jahres, als sie ihren Höhepunkt erreicht hatte. Der Rückgang der Arbeitslosigkeit ist allerdings stärker als der Aufbau der Beschäftigung. Während die Zahl der Beschäftigten vom zweiten Quartal 2013 bis zum ersten Quartal 2014 (letzter verfügbarer Wert) um rund 280 000 Personen zunahm, ging die Zahl der Arbeitslosen im gleichen Zeit-

¹ Vgl. dazu Boysen-Hogrefe et al. (2014a: Kasten 1).

Kasten 1:

Wie wahrscheinlich ist eine „Deflationsspirale“ im Euroraum? Eine Analyse anhand einer Phillips-Kurve

Die Inflation im Euroraum gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex ist seit Herbst 2011 von 3 Prozent auf aktuell nur noch 0,3 Prozent gefallen. Der Präsident der Europäischen Zentralbank (EZB) Mario Draghi hat in seiner Rede bei der Notenbankkonferenz in Jackson Hole im August vor einer Deflationsspirale gewarnt. Fallende Preise und Löhne würden zu einem realen Anstieg bestehender Schulden führen, woraufhin es zu mehr Insolvenzen kommen würde. Dies würde wiederum die Nachfrage verringern und zu weiter fallenden Preisen führen. Entsprechend hat der EZB-Rat Anfang September die Geldpolitik durch eine Zinssenkung weiter gelockert, um weiter sinkende Inflationsraten zu verhindern und angekündigt, in naher Zukunft mit einem Programm zur Quantitativen Lockerung mit einem nennenswerten Umfang zu beginnen. Wir zeigen basierend auf ökonomischer Theorie, aktuellen Daten und einem historischen Vergleich mit Japan, dass zwar eine Phase niedriger Inflation, aber keine Deflationsspirale zu erwarten ist.^a

Es ist nur sehr schwer möglich, das Risiko einer Deflationsspirale direkt abzuschätzen. Allerdings dürfte eine solche Spirale erst in Gang gesetzt werden, wenn das allgemeine Preisniveau für einen längeren Zeitraum hinweg spürbar rückläufig ist, es also zu einer starken Deflation kommt. Wie groß die Gefahr einer starken Deflation ist, lässt sich anhand der Phillips-Kurve analysieren:

$$\pi_t = E_t \pi_{t+1} + \alpha y_t + \varepsilon_t.$$

Die aktuelle Inflationsrate π_t hängt von der erwarteten zukünftigen Inflation $E_t \pi_{t+1}$ und von der aktuellen konjunkturellen Lage gemessen anhand der Produktionslücke y_t ab. Weitere Einflussfaktoren wie Wechselkursänderungen, Energiepreisänderungen und Änderungen in der Marktmacht von Unternehmen werden durch ε_t erfasst.

Die Rolle der Produktionslücke und der Steigung der Phillips-Kurve

Die aktuelle und in nächster Zukunft erwartete Produktionslücke im Euroraum ist nach gängigen Schätzungen negativ. Wie stark sich dies auf die Inflation auswirkt, hängt von der Steigung der Phillips-Kurve ab, die durch den Parameter α erfasst ist. Dieser Parameter sinkt mit sinkender Trendinflation. Ist die Inflation über längere Zeit niedrig, passen Firmen ihre Preise seltener an (Ball et al. 1988; Dotsey et al. 1999). Selbst eine stark negative Produktionslücke führt dann nur zu einem leichten Sinken der Inflation. Empirisch lässt sich so das Ausbleiben einer starken Deflation Ende der 90er Jahre in Japan trotz ausgeprägter negativer Produktionslücke erklären (De Veirman 2009).

Abbildung K1-1 vergleicht die Situation in Japan um die Jahrtausendwende mit der aktuellen Situation im Euroraum. Im oberen Teil der Abbildung ist die Produktionslücke basierend auf Schätzungen der OECD für Japan (ab 1996) und für den Euroraum (ab 2007) abgetragen. Der untere Teil zeigt verschiedene Inflationsmaße. In Japan war die Produktionslücke von 1998 bis 2004 negativ und dementsprechend sank die Inflation ab 1998. Obwohl die Produktionslücke im Euroraum aktuell ähnlich negativ wie in Japan um das Jahr 2000 ist – so die Schätzungen der OECD –, ist die Inflation im positiven Bereich. Die Situation ist von dieser Seite her also weniger kritisch als in Japan Ende der 90er Jahre. Dort erreichte die Inflationsrate gemessen am Verbraucherpreisindex 2002 einen Tiefpunkt von –1,4 Prozent und erreichte im Durchschnitt –0,4 Prozent zwischen 2002 und 2004. Die Deflation in Japan ging mit einer schwachen wirtschaftlichen Entwicklung einher, aber trotz negativer Produktionslücke und eines Sinkens des allgemeinen Preisniveaus kam es in Japan zu keiner Deflationsspirale. Der Effekt einer sich mit abnehmender Inflation abflachenden Phillips-Kurve spricht somit dafür, dass auch im Euroraum trotz der aktuell wohl negativen Produktionslücke keine Deflationsspirale zu erwarten ist.

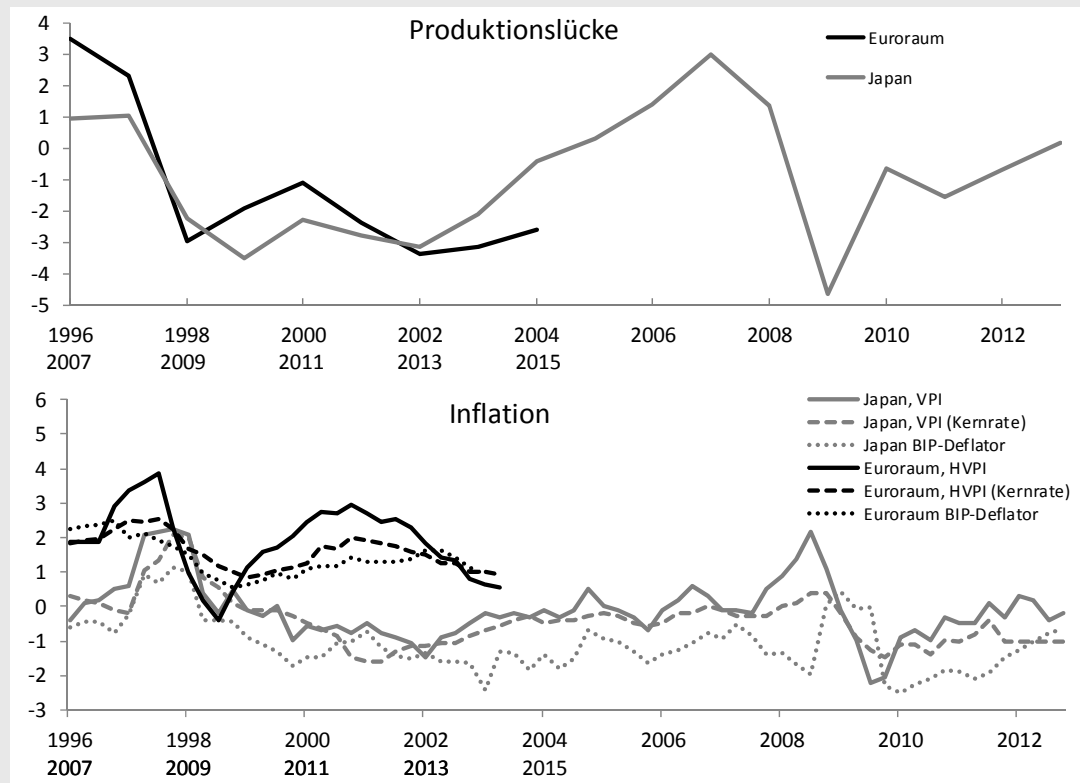
Aktuelle Inflationserwartungen und die Phillips-Kurve

Der Phillips-Kurve zufolge haben die Inflationserwartungen, $E_t \pi_{t+1}$, einen starken direkten Einfluss auf die aktuelle Inflation. Haben die Krise im Euroraum und die negative Produktionslücke zu so stark fallenden Inflationserwartungen geführt, dass eine Deflationsspirale wahrscheinlich ist?

Euroraum: Dämpfer für die Konjunktur

Abbildung K1-1:

Ein Vergleich von Produktionslücken und Inflationsraten in Japan und im Euroraum



VPI: Verbraucherpreisindex, HVPI: Harmonisierter Verbraucherpreisindex, Kernrate: ohne Nahrungsmittel und Energie.

Quelle: OECD, *Economic Outlook*, Vol. 2014, Issue 1; Eurostat, *Preisstatistik*; Datastream; eigene Berechnungen.

Tabelle K1-1 zeigt Inflationserwartungen der EZB, des Survey of Professional Forecasters und der Umfrage von Consensus Economics. Die Inflationserwartungen der verschiedenen Quellen zeigen ein ähnliches Bild. Die Erwartungen sind in jüngster Zeit nach unten korrigiert worden. Für 2014 wird eine Inflation weit unter 1 Prozent erwartet, für 2015 etwas über 1 Prozent und für 2016 um 1,5 Prozent. Eine Deflationsspirale wird also weder von der EZB, noch von anderen Volkswirten erwartet. Die mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen sind weiterhin beim Ziel der EZB von knapp unter 2 Prozent verankert.

Tabelle K1-1:

Inflationserwartungen

Quelle	Prognosezeitpunkt	2014	2015	2016	5 Jahre	10 Jahre
Europäische Zentralbank	März 2014	0,7–1,3	0,6–2,0	0,7–2,3		
	Juni 2014	0,6–0,8	0,5–1,7	0,6–2,2		
Survey of Professional Forecasters	Februar 2014	1,4	1,5	1,6	1,9	
	Mai 2014	1,1	1,4	1,7	1,8	
Consensus	August 2014	0,7	1,2	1,5	1,9	
	Januar 2014	1,1	1,4			
	April 2014	0,9	1,3	1,5		2,0
	August 2014	0,6	1,1			

Quelle: Europäische Zentralbank, *Survey of Professional Forecasters*; Consensus Economics, *Consensus Forecast*.

Euroraum: Dämpfer für die Konjunktur

Beim Survey of Professional Forecasters geben die Umfrageteilnehmer auch an, mit welcher Wahrscheinlichkeit sie eine Deflation erwarten. Tabelle K1-2 zeigt, dass für 2014 fallende Preise nur mit einer Wahrscheinlichkeit von 3,2 Prozent erwartet werden. Die Werte für 2015, 2016 und in fünf Jahren sind sogar noch niedriger.

Tabelle K1-2:

Survey of Professional Forecasters: Deflationswahrscheinlichkeit (Prozent)

Prognosezeitpunkt	2014	2015	2016	5 Jahre
Februar 2014	1,4	1,5	1,6	1,9
Mai 2014	4,4	2,2	1,8	1,2
August 2014	3,2	2,5	1,1	1,0

Quelle: Europäische Zentralbank, *Survey of Professional Forecasters*.

Eine weitere Möglichkeit, Inflationserwartungen zu messen, sind Inflation Swaps. Basierend darauf sind die Erwartungen in jüngster Zeit gesunken, aber immer noch positiv. Für die nächsten 12 Monate erwarten Marktteilnehmer 0,5 Prozent Inflation, für die nächsten drei Jahre im Schnitt 0,7 Prozent und für die nächsten 10 Jahre 1,5 Prozent. Diese Werte sind zwar unter dem Ziel der EZB, implizieren aber, dass die Inflation in den kommenden Jahren wieder steigt. Die Gefahr einer Deflationsspirale lässt sich daraus allerdings nicht ableiten.

Schließlich können auch die Inflationserwartungen der privaten Haushalte gemessen werden. Die Europäische Kommission führt eine Haushaltsumfrage durch, in der die Teilnehmer gefragt werden, ob sie in den nächsten 12 Monaten fallende Preise erwarten. Aktuell erwarten nur 2,9 Prozent der Umfrageteilnehmer eine Deflation.

Andere Einflussfaktoren auf die Inflation

Weitere Einflussfaktoren auf die Inflation werden in der Phillips-Kurve mit dem Term ε_t erfasst. Ein sehr wichtiger Einflussfaktor sind Energiepreise. Abbildung K1-1 zeigte nicht nur die Inflationsrate anhand des Verbraucherpreisindex, sondern auch die relativ stabile Kerninflationsrate ohne Preisänderungen von Energie und Nahrung. Tatsächlich ist der Rückgang der Inflation seit Herbst 2011 zu einem Großteil auf sinkende Preise von Energie und Nahrung zurückzuführen. Dies dürfte sich tendenziell eher positiv auf die Konjunktur auswirken und erhöht die Gefahr einer Deflationsspirale nicht.

Die Aufwertung des Euro ist ein weiterer Faktor, der zu sinkender Inflation im Euroraum beigetragen hat. Dieser Trend ist seit Mai 2014 durchbrochen und der Euro hat gegenüber den Währungen vieler wichtiger Handelspartner abgewertet. Dies führt tendenziell zu einem Anstieg der Inflation.

Zusammenfassung

Die Analyse der Einflussfaktoren der Inflation anhand der Phillips-Kurve hat gezeigt, dass das Risiko einer Deflationsspirale sehr gering ist. Stattdessen ist eine Periode niedriger Inflation zu erwarten, die mittelfristig auf das Ziel der EZB zurückkehrt. Eine weitere geldpolitische Expansion ist basierend auf der Wahrscheinlichkeit einer Deflationsspirale nicht geboten.

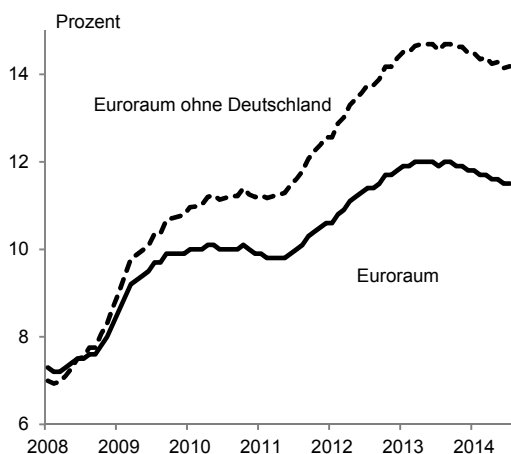
^aFür eine ausführlichere Version siehe Wieland und Wolters (2014).

raum um 430 000 zurück. Der Beschäftigungsaufbau konzentrierte sich dabei auf den Dienstleistungssektor. In der Industrie hat sich die Zahl der Beschäftigten zuletzt sogar wieder leicht verringert, weil die Beschäftigung im Baugewerbe erneut deutlich, um 1 Prozent, zurückging. Im Euroraum ohne Deutschland ist die Arbeitslosenquote im Verlauf eines Jahres

von ihrem Höchststand ebenfalls um 0,5 Prozentpunkte gesunken. Im Juli lag sie bei 14,2 Prozent. Während die Quoten in Portugal und Spanien recht kräftig – um rund 3 bzw. 2 Prozentpunkte – abnahmen und auch in Griechenland ein leichter Rückgang zu beobachten, stagnierte die Arbeitslosigkeit in Frankreich und Italien auf hohem Niveau.

Euroraum: Dämpfer für die Konjunktur

Abbildung 3:
Arbeitslosenquote 2008–2014



Monatsdaten. Saisonbereinigt.

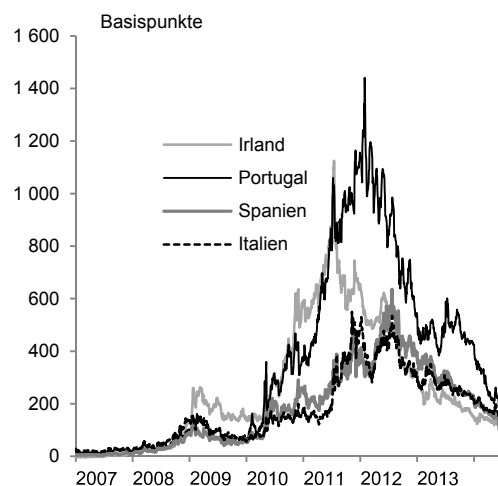
Quelle: Eurostat, *Arbeitsmarktstatistik*; eigene Berechnungen.

Geldpolitik erhöht den Expansionsgrad

Die monetären und finanziellen Rahmenbedingungen im Euroraum haben sich seit der Ankündigung weiterer unkonventioneller Maßnahmen seitens der Europäischen Zentralbank (EZB) im Juni leicht verbessert. So haben sich die Zinsaufschläge für Staatsanleihen der Krisenländer gegenüber deutschen Staatsanleihen – trotz eines merklichen Rückgangs der Renditen auf Bundesanleihen – weiter verringert (Abbildung 4). Die Segmentierung der Finanzmärkte hat sich im Verlauf der vergangenen drei Monate weiter zurückgebildet; der Rückgang der Salden im Zahlungsverkehrssystem Target2 setzte sich fort. Auch der Stress an den Finanzmärkten hat sich wieder reduziert, nachdem die Unsicherheit im Zuge der Krise in der Ukraine zwischenzeitlich etwas zugenommen hatte. Der Risikoaufschlag für Unternehmenskredite in den Krisenländern gegenüber Krediten für deutsche Unternehmen blieb im vergangenen Halbjahr etwa gleich (Abbildung 5). Alles in allem bleibt die Heterogenität der Fi-

nanzierungsbedingungen im Euroraum zwar beträchtlich, ihr Ausmaß hat sich in den vergangenen Monaten jedoch weiter verringert.

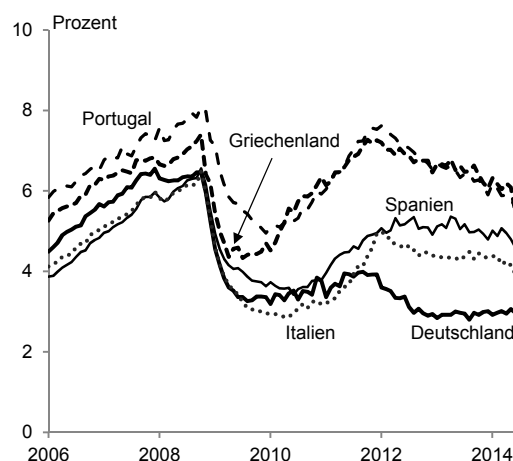
Abbildung 4:
Renditedifferenzen ausgewählter Staatsanleihen im Euroraum 2007–2014



Tagesdaten; Differenzen zu Renditen deutscher Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

Abbildung 5:
Zinsen für Unternehmenskredite 2006–2014



Monatsdaten; Zinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr.

Quelle: EZB, *MFI Zinsstatistik*.

Nachdem der EZB-Rat im Juni den Leitzins auf 0,15 Prozent gesenkt hatte, beschloss er bei seiner Sitzung am 4. September eine weitere

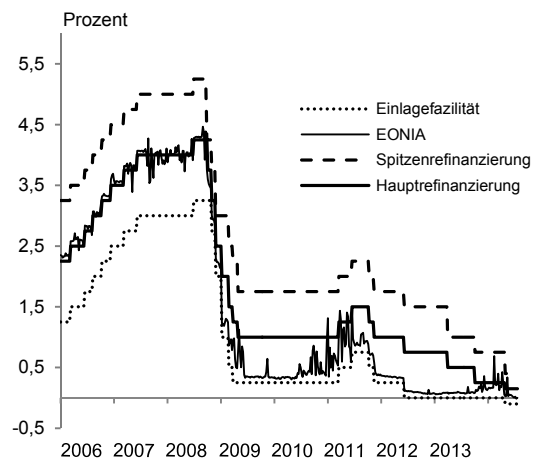
Zinssenkung auf nunmehr 0,05 Prozent (Abbildung 6). Der Zins für die Einlagefazilität wurde auf $-0,20$ Prozent reduziert. Darüber hinaus verständigte sich der EZB-Rat darauf, ab Oktober 2014 ein breit angelegtes Portfolio an Kreditverbriefungen (ABSPP) und Pfandbriefe (CBPP3) aufzukaufen. Dies soll dazu dienen, die Kreditvergabe an den nichtfinanziellen Sektor, die sich aus Sicht der EZB im Euroraum zu schwach entwickelt, anzukurbeln. Das gleiche Ziel verfolgt sie mit den sogenannten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (TLTRO), deren Inanspruchnahme an Konditionen gekoppelt ist, die die Vergabe von Krediten an Unternehmen und private Haushalte garantieren sollen. Allerdings ist fraglich, ob es tatsächlich gelingt sicherzustellen, dass die Geschäftsbanken die TLTRO ausschließlich für diesen Zweck in Anspruch nehmen und die Mittel nicht doch in Wertpapiere mit einer relativ sicheren Rendite investieren.² Auch ist zweifelhaft, ob Banken, die aus ihrem internen Risikokalkül gewissen Unternehmen keine Kredite gewähren, ihre Kreditentscheidung infolge dieser Maßnahme ändern.

Die Bilanzsumme des Eurosystems ist aufgrund der vorzeitigen Rückzahlungsmöglichkeit der dreijährigen Refinanzierungsgeschäfte, die Ende des Jahres 2011 und Anfang des Jahres 2012 durchgeführt worden waren, im vergangenen Halbjahr weiter zurückgegangen. Die Ankündigung der zusätzlichen unkonventionellen Maßnahmen hat zunächst dazu geführt, dass sich die Überschussliquidität verringert hat. Im Prognosezeitraum wird sich die Zentralbankgeldmenge aufgrund des ABSPP und CBPP3 aber wohl wieder erhöhen. Mit der Erhöhung der Liquiditätsposition des Eurosystems dürfte sich zwar der Preisauftrieb wie von der EZB gewollt wieder etwas verstärken; gleichwohl werden auch die Risiken der Liquiditätsausweitung wieder zunehmen.³

² Einige Banken dürften die TLTRO dafür verwenden, Staatsanleihen zu erwerben, die sie bei der vorzeitigen Rückzahlungsmöglichkeit nach zwei Jahren wieder verkaufen können.

³ So dürften die Maßnahmen dazu beitragen, dass sich sogenannte Zombie-Banken weiter am Markt halten können und eine notwendige Abschreibung

Abbildung 6:
Leitzinsen und Tagesgeldsätze im Euroraum 2006–2014



Wochendaten. EONIA (Euro OverNight Index Average): Zinssatz für unbesichertes Tagesgeld.

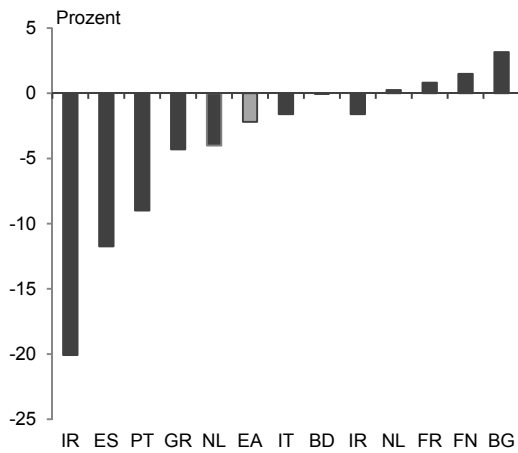
Quelle: EZB, Monatsbericht.

Die Neuvergabe von Buchkrediten an den nichtfinanziellen Sektor ist nach wie rückläufig. Die Kreditvergabe an die Privaten sank im Juli 2014 um rund 2 Prozent gegenüber dem Vorjahr (Abbildung 7). Im Zuge der konjunkturellen Belebung in einigen Krisenländern hat sich der Rückgang jedoch etwas verlangsamt. Zwar schätzen die Banken die Unsicherheit über den Fortgang der Schuldenkrise und die konjunkturellen Aussichten noch immer hoch ein, ihre Erwartungen haben sich in der Tendenz aber etwas aufgehellt.⁴ Dies reflektiert auch die aktuelle Befragung des *Bank Lending Survey* der EZB. So gab ein Großteil der Banken an, dass die Kreditvergabekonditionen nicht weiter gestrafft wurden. Auch wenn die Umfrage noch immer nahe legt, dass die Kreditnachfrage durch den notwendigen Schuldenabbau des Privatsektors gedämpft ist, hat sich die Situation tendenziell doch etwas entschärft.

notleidender Kredite in die Zukunft verschoben wird. Darüber hinaus führen expansive geldpolitische Maßnahmen, die über einen längeren Zeitraum anhalten, zu Fehlallokation von Kapital (vgl. hierzu Boysen-Hogrefe et al. 2014b).

⁴ Bonciani und van Roye (2013) zeigen, dass ein Anstieg der allgemeinen Unsicherheit sich unter bestimmten Bedingungen dämpfend auf die Kreditvergabe von Banken auswirkt.

Abbildung 7:
Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften Juli 2014



Monatsdaten; Veränderung gegenüber dem Vorjahr; ES: Spanien, IR: Irland, PT: Portugal, GR: Griechenland, EA: Euroraum, IT: Italien, FR: Frankreich, BD: Deutschland, NL: Niederlande, FN: Finnland, BG: Belgien

Quelle: EZB, *Statistical Data Warehouse*.

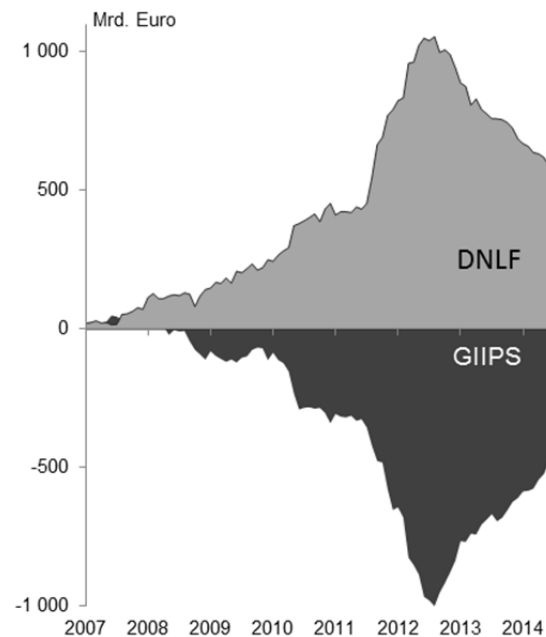
Die Kreditvergabe der Banken im Euroraum entwickelt sich je nach Mitgliedsland nach wie vor sehr unterschiedlich. Bankkredite an den nichtfinanziellen Sektor in Spanien und in Italien sind vor dem Hintergrund der strukturellen Verwerfungen in den vergangenen Monaten weiter gesunken; besonders stark schrumpften die Kredite für den Wohnungsbau.

Die Forderungs- und Verbindlichkeitspositionen der nationalen Zentralbanken, die sich in erster Linie an den Target2-Positionen ablesen lassen, haben sich im Verlauf des ersten Halbjahres spürbar reduziert (Abbildung 8). Der Rückgang ist wohl hauptsächlich auf den Abbau der Überschussliquidität der Geschäftsbanken zurückzuführen.

An den Finanzmärkten war es im Zuge der Krise in der Ukraine im Frühjahr zu einer merklichen Verunsicherung gekommen. Inzwischen hat sich die Situation aber wieder beruhigt. Der von uns berechnete Indikator für den Finanzmarktstress im Euroraum, der auf einer Vielzahl von Finanzmarktvariablen basiert, ist im Juli und August wieder zurückgegangen

(Abbildung 9).⁵ Für den Rückgang waren vor allem die niedrigere Volatilität am Aktienmarkt und der Rückgang der Risikoaufschläge für Staatsanleihen der Krisenländer verantwortlich.

Abbildung 8:
Target2-Positionen 2007–2014



Monatsdaten; DNLF: Deutschland, Niederlande, Luxemburg, Finnland; GIIPS: Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien.

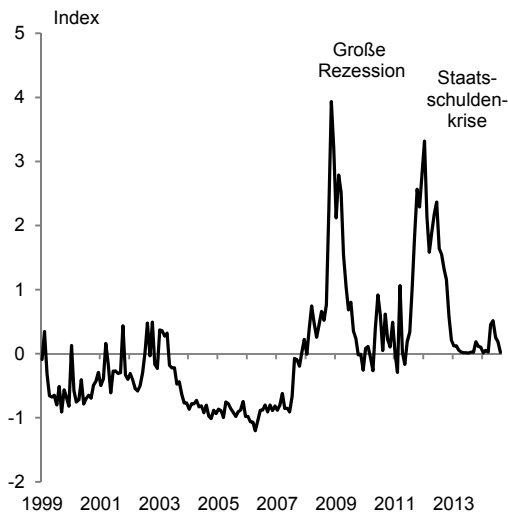
Quelle: Universität Osnabrück, *Euro Crisis Monitor*.

Der Außenwert des Euro gegenüber dem US-Dollar hat sich in den vergangenen Monaten spürbar verringert. Real effektiv fiel die Abwertung etwas schwächer aus. Alles in allem gewannen europäische Unternehmen leicht an preislicher Wettbewerbsfähigkeit.

Die EZB wird den Hauptrefinanzierungssatz vor dem Hintergrund der stark unterausgelasteten Produktionskapazitäten im Euroraum und angesichts niedriger langfristiger Inflationserwartungen im gesamten Prognosezeitraum bei 0,05 Prozent belassen. Die zuletzt beschlossenen Maßnahmen werden mit zunehmender Umsetzung den Expansionsgrad der Geldpolitik weiter erhöhen.

⁵ Dieser Indikator wird von uns zur Beurteilung von Spannungen an den Finanzmärkten herangezogen. Zu einer Beschreibung der Methode vgl. van Roye (2014).

Abbildung 9:
Finanzmarktstressindikator 1999–2014



Monatsdaten.

Quelle: EZB, *Monatsbericht*; Deutsche Bundesbank, *Monatsbericht*; Thomson Financial Datastream; eigene Berechnungen.

Lohnkosten nehmen etwas stärker zu

Die Löhne im Euroraum steigen derzeit nur moderat. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer war im ersten Quartal 2014 (jüngere Zahlen liegen noch nicht vor) um lediglich 1,3 Prozent höher als ein Jahr zuvor. Verantwortlich für den niedrigen Zuwachs waren allerdings in erster Linie Basiseffekte in den Raten für den öffentlichen Dienst; im vorangegangenen Quartal lag der Anstieg noch bei 1,6 Prozent. Die Tarifverdienste, welche bereits bis zum zweiten Quartal bekannt sind, stiegen zuletzt um 1,9 Prozent.

In den von hoher Arbeitslosigkeit betroffenen Mitgliedstaaten verläuft die Lohnentwicklung deutlich schwächer als im Durchschnitt des Währungsgebiets. In Griechenland und Zypern sind die Löhne weiter abwärtsgerichtet. Auch in Portugal sanken sie zuletzt wieder; der hohe Anstieg im vergangenen Jahr ist lediglich auf

die Wiedereinführung des 13. und 14. Monatsgehalts im öffentlichen Dienst zurückzuführen, die das Verfassungsgericht verfügt hatte. In Spanien kam es hingegen seit Ausbruch der Krise trotz der rekordhohen Arbeitslosigkeit noch zu keinen nennenswerten Lohnsenkungen, sondern nur zu einer Stagnation des Lohnniveaus.

Im kommenden Jahr wird sich der Lohnanstieg im Euroraum beschleunigen; wir rechnen mit einer Rate von 2,3 Prozent (Tabelle 1). Dies ist jedoch maßgeblich auf den mindestlohnbedingten Lohnkostenschub in Deutschland zurückzuführen (+3,9 Prozent). Im Euroraum ohne Deutschland dürfte sich der Lohnanstieg auf niedrigerem Niveau wohl nur wenig beschleunigen. In Griechenland und Zypern werden die Löhne wohl weiter nachgeben, wenngleich in spürbar geringerem Tempo als noch in diesem Jahr. In Italien und Spanien dürften sie zwar steigen, die Zuwachsraten werden jedoch vor dem Hintergrund der immer noch hohen Arbeitslosigkeit erheblich unter dem Durchschnitt des Währungsgebiets liegen.

Tabelle 1:
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im Euroraum 2012–2015

	2012	2013	2014	2015
Deutschland	2,6	1,9	2,7	3,9
Frankreich	2,1	1,6	1,9	2,2
Italien	0,1	1,4	0,6	0,8
Spanien	-0,3	0,1	0,1	0,5
Niederlande	1,7	2,2	1,5	1,8
Belgien	3,7	2,3	1,8	2,1
Österreich	2,6	2,1	2,3	2,5
Griechenland	-3,7	-6,6	-4,3	-2,0
Finnland	3,5	2,1	1,9	1,9
Portugal	-2,0	3,4	-1,0	0,5
Irland	0,8	-1,7	-0,3	0,6
Slowakei	2,8	0,8	3,5	4,0
Luxemburg	2,0	3,3	2,3	2,5
Slowenien	-1,0	0,1	0,6	1,2
Lettland	7,3	5,4	7,0	7,5
Estland	5,9	6,7	7,5	8,0
Zypern	-0,9	-5,9	-4,5	-1,5
Malta	3,0	-0,1	1,5	1,6
Euroraum	1,6	1,5	1,6	2,3
Euroraum ohne Deutschland	1,2	1,3	1,2	1,5

Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent).

Quelle: EZB, *Statistical Data Warehouse*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

Die Arbeitsproduktivität im Euroraum wird im nächsten Jahr konjunkturbedingt wohl stärker steigen als in den Jahren zuvor (Tabelle 2). Vor diesem Hintergrund nehmen die Lohnstückkosten um 1,5 Prozent zu, nach 1,3 Prozent in diesem Jahr. Im Euroraum ohne Deutschland werden sie aufgrund der schwächeren Lohnentwicklung langsamer steigen.

Tabelle 2:
Arbeitskosten und Produktivität im Euroraum 2012–2015

	2012	2013	2014	2015
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer				
Euroraum	1,6	1,5	1,6	2,3
Euroraum ohne Deutschland	1,2	1,3	1,2	1,5
Arbeitsproduktivität				
Euroraum	0,1	0,4	0,4	0,8
Euroraum ohne Deutschland	0,3	0,6	0,3	0,6
Lohnstückkosten				
Euroraum	1,5	1,1	1,3	1,5
Euroraum ohne Deutschland	1,0	0,7	0,9	0,9

Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent).

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

Finanzpolitik: Konsolidierung kommt nahezu zum Stillstand

Das zusammengefasste Budgetdefizit geht im laufenden Jahr weiter zurück, wenngleich in geringerem Tempo als 2013. Im vergangenen Jahr sank es trotz schrumpfender gesamtwirtschaftlicher Produktion von 3,7 Prozent auf 3,0 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. In diesem Jahr dürfte es bei leicht zunehmender Wirtschaftsleistung nur um 0,3 Prozentpunkte auf 2,7 Prozent zurückgehen (Tabelle 3). Bei der Bewertung ist zu berücksichtigen, dass die Entwicklung der Budgetsalden in einzelnen Ländern und Jahren erheblich durch Einmaleffekte, zumeist Aufwendungen zur Sanierung von Finanzinstituten, beeinflusst ist. So war es 2012 in Spanien zu erheblichen Ausgaben im Zusammenhang mit der Umstrukturierung des Bankensektors gekommen, 2013 wurden die Haushalte in Griechenland und Slowenien durch Einmaleffekte belastet, die bezogen auf

die Wirtschaftsleistung des Euroraums eine ähnliche Größenordnung erreichten; relativ zum nationalen Bruttoinlandsprodukt waren sie mit nahezu 10 Prozent sogar noch wesentlich größer. Im Jahr 2014 kommt es zwar ebenfalls zu einmaligen Aufwendungen im Zusammenhang mit der Rettung von Banken, insbesondere in Portugal und in Österreich, sie haben allerdings einen geringeren Umfang. Das um die Konjunkturkomponente und Einmaleffekte bereinigte strukturelle Defizit in den Staatshaushalten der Länder des Euroraums dürfte sich im laufenden Jahr um reichlich einen halben Prozentpunkt verringern, nachdem es im vergangenen Jahr wohl um deutlich mehr als einen Prozentpunkt sank.

Tabelle 3:
Budgetsaldo des Staates im Euroraum 2012–2015

	2012	2013	2014	2015
Deutschland	0,1	0,3	0,3	0,4
Frankreich	-4,9	-4,3	-4,3	-3,8
Italien	-3,0	-3,0	-3,3	-2,9
Spanien	-10,6	-7,1	-5,5	-5,3
Niederlande	-4,1	-2,5	-2,9	-2,0
Belgien	-4,1	-2,6	-2,6	-2,7
Österreich	-2,6	-1,5	-3,0	-2,1
Griechenland	-8,9	-12,7	-2,5	-1,8
Finnland	-8,2	-7,2	-4,8	-3,2
Portugal	-1,8	-2,1	-2,0	-1,2
Irland	-6,4	-4,9	-5,0	-3,5
Slowakei	-4,5	-2,8	-2,7	-2,8
Luxemburg	0,0	0,1	-0,2	-1,4
Slowenien	-4,0	-14,7	-4,6	-2,8
Lettland	-1,3	-1,0	-0,8	-0,8
Estland	-0,2	-0,2	-1,2	-0,6
Zypern	-3,3	-2,8	-2,6	-2,5
Malta	-6,4	-5,4	-5,0	-5,9
Euroraum	-3,7	-3,0	-2,7	-2,3
Euroraum ohne Deutschland	-5,2	-4,3	-3,8	-3,3

Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

Das Ausmaß der Konsolidierungsanstrengungen hat im laufenden Jahr spürbar nachgelassen. Lediglich in Portugal, Slowenien und Irland waren Maßnahmen vorgesehen, um das strukturelle Budgetdefizit nochmals beträchtlich zurückzuführen. Jedoch wurden wichtige Bestandteile der Konsolidierungspakete in Portugal und Slowenien vom jeweiligen obersten Gerichtshof in der vorgesehenen Form für

nicht zulässig erklärt; es ist zweifelhaft, dass die angestrebten Budgetwirkungen im laufenden Jahr durch alternative Maßnahmen erzielt werden. In Frankreich und Italien sind zwar erhebliche Einsparungen auf der Ausgabenseite vorgesehen. Sie sind allerdings zum Teil noch nicht spezifiziert worden. Vor allem aber stehen ihnen Abgabentlastungen entgegen, die die Wettbewerbsposition der heimischen Wirtschaft verbessern und zu einer wirtschaftlichen Belebung beitragen sollen, das staatliche Budget aber belasten. In Deutschland ist die Finanzpolitik bei einem leichten Haushaltsüberschuss im laufenden Jahr sogar expansiv ausgerichtet. So geht das Budgetdefizit in den Ländern des Euroraums ohne Deutschland 2014 etwas stärker zurück – von 3,8 auf 3,3 Prozent – als im Euroraum insgesamt.

Für das kommende Jahr zeichnet sich ab, dass sich der Konsolidierungsprozess weiter verlangsamt. Zwar wird das zusammengefasste Budgetdefizit im Euroraum in ähnlichem Umfang zurückgehen wie in diesem Jahr, von 2,7 auf 2,3 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Dabei helfen allerdings die konjunkturelle Belebung, die wir für das kommende Jahr erwarten, sowie der Fortfall von einmaligen Belastungen. Auch bleibt das Tempo der Konsolidierung abermals hinter den in den Stabilitätsprogrammen vorgelegten Planungen zurück. Im Euroraum ohne Deutschland wird der Budgetsaldo insgesamt auch 2015 wohl noch über 3 Prozent liegen.

Ausblick: Konjunkturelle Dynamik bleibt vorerst gering

Der konjunkturelle Ausblick wird zurzeit durch mehrere Faktoren belastet. So hat sich die Unsicherheit über den Fortgang des Konflikts in der Ukraine und die wirtschaftlichen Auswirkungen möglicher Reaktionen des Westens auf die Politik Russlands erhöht. Für die Prognose ist unterstellt, dass der militärische Konflikt in der Ukraine zwar noch geraume Zeit schwelt, es aber nicht zu einer weiteren Eskalation kommt.

In diesem Fall würden die negativen Effekte, die über den Handelskanal – nicht zuletzt auch infolge der bislang beschlossenen Sanktionen seitens der EU gegenüber Russland und der Gegenmaßnahmen von russischer Seite – auf die Konjunktur im Euroraum ausstrahlen, wohl begrenzt sein und die dämpfenden Wirkungen der politischen Unsicherheit auf die Ausgaben von Konsumenten und Unternehmen nach und nach geringer werden. Unsicherheit besteht auch über den Fortgang der Krise im Euroraum. Insbesondere hat sich infolge Reformstaus in Frankreich und Italien unserer Einschätzung nach das Risiko in den vergangenen Monaten vergrößert, dass das Vertrauen der Marktteilnehmer in eine wirtschaftliche Erholung nachhaltig beschädigt werden könnte.

Hingegen wird die Konjunktur vonseiten der Finanzmärkte derzeit nicht mehr spürbar gedämpft, nachdem der Stress an den Finanzmärkten im Zusammenhang mit dem militärischen Konflikt in der Ukraine zwischenzeitlich merklich zugenommen hatte. Günstiger werden dürften im Prognosezeitraum die Rahmenbedingungen für die Konjunktur vonseiten der Auslandsnachfrage, die vor allem infolge einer unerwartet schwachen Expansion in den Schwellenländern in den vergangenen Monaten nur geringe Impulse gab. Die wirtschaftliche Dynamik wird sich dort zwar nur allmählich verstärken, eine recht deutliche Verstärkung des Produktionsanstiegs ist aber für die Vereinigten Staaten zu erwarten.⁶

Die inländische Verwendung im Euroraum wird unter diesen Bedingungen allmählich wieder an Fahrt gewinnen. Der private Verbrauch dürfte angesichts einer sukzessiven Verbesserung der Lage am Arbeitsmarkt und eines etwas verstärkten Lohnanstiegs an Schwung gewinnen, auch wenn die Haushalte nach wie vor bemüht sind, ihre Verschuldung zu reduzieren. Mit abklingender Unsicherheit dürften die Unternehmen vermehrt investieren, zumal sich die Finanzierungsbedingungen im Zuge der nachlassenden Segmentierung der Finanzmärkte verbessern werden. Die Finanzpolitik ist im

⁶ Vgl. hierzu ausführlich die Analyse der Weltkonjunktur (Gern et al. 2014) in diesem Heft.

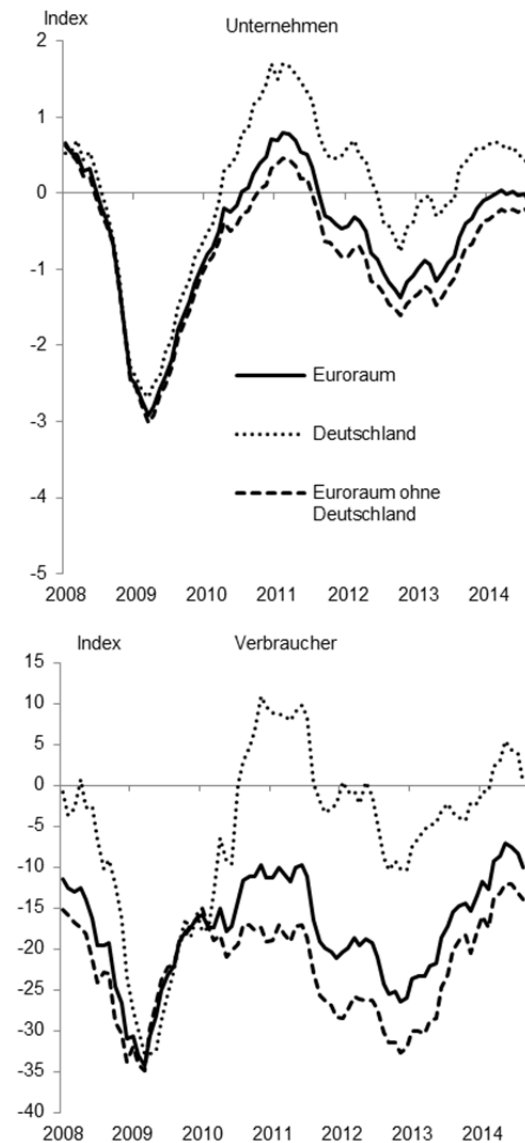
Euroraum: Dämpfer für die Konjunktur

Prognosezeitraum nur noch wenig restriktiv ausgerichtet. Mit der Belebung der inländischen Nachfrage dürften die Importe beschleunigt zulegen. Rein rechnerisch wird der Außenbeitrag daher trotz merklich stärker steigender Exporte sowohl in diesem als auch im kommenden Jahr keinen nennenswerten Beitrag zur Expansion des Bruttoinlandsprodukts leisten.

In den kommenden Monaten dürfte die Konjunktur freilich schwach bleiben. Dies legen die Stimmungsindikatoren nahe. So verbesserte sich die Stimmung unter den Unternehmen jüngst nicht mehr, und bei den Verbrauchern verminderte sich die Zuversicht sogar deutlich (Abbildung 10). Auch der EUROFRAME-Indikator signalisiert, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion im Winterhalbjahr nur geringfügig zulegen wird (Abbildung 11). Das Bruttoinlandsprodukt wird in der zweiten Hälfte dieses Jahres nur leicht zunehmen (Abbildung 12). Für den Jahresdurchschnitt 2014 erwarten wir einen Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion um 0,7 Prozent (Tabelle 4).

Für den Verlauf des kommenden Jahres rechnen wir dann mit einer allmählich stärker werdenden Belebung der Konjunktur. Im Jahresdurchschnitt wird der Produktionsanstieg gleichwohl weiter nur moderat sein (1,3 Prozent). Die konjunkturelle Dynamik im übrigen Euroraum wird weiterhin niedriger sein als in Deutschland (Abbildung 13). Die Expansion des Bruttoinlandsprodukts wird 2014 lediglich 0,4 Prozent betragen und im Jahr 2015 bei 1 Prozent liegen (Tabelle 5). Die vergleichsweise ungünstige Entwicklung liegt nicht zuletzt an der schwachen Konjunktur in Frankreich und Italien (Tabelle 6). Die Reformbemühungen haben bislang nicht zu nennenswerten Ergebnissen geführt, nach wie vor stehen Strukturprobleme einer spürbaren Belebung der wirtschaftlichen Aktivität im Weg. Demgegenüber scheinen die Reformen in Spanien und Portugal allmählich zu wirken. Nach den teils kräftigen Rückgängen der wirtschaftlichen Aktivität in den Vorjahren wird das Bruttoinlandsprodukt dort in diesem Jahr wohl um 1 bzw. 0,8 Prozent zulegen.

Abbildung 10:
Stimmungsindikatoren 2008–2014



Monatsdaten; saisonbereinigt.

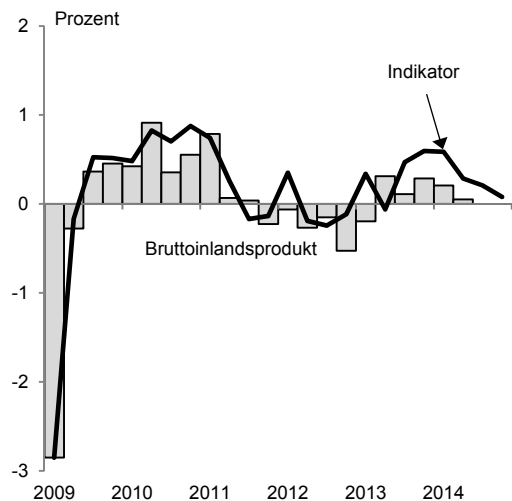
Quelle: Europäische Kommission, *Business and Consumer Survey*; eigene Berechnungen.

Der Inflationsdruck dürfte noch einige Zeit gering bleiben. Eine neuerliche Abschwächung des Preisauftriebs oder sogar ein Rückgang sind aber nicht zu erwarten, sofern nicht Sonderfaktoren zum Tragen kommen, wie sie die Inflationsdynamik im vergangenen Jahr maßgeblich beeinflusst hatten. Unter der Annahme eines ausgehend vom derzeitigen Niveau real

Euroraum: Dämpfer für die Konjunktur

konstanten Ölpreises und eines stabilen Wechselkurses des Euro erwarten wir für das laufende Jahr einen Anstieg der Verbraucherpreise um 0,6 Prozent. Im Jahresdurchschnitt 2015 wird die Inflationsrate wohl 1,1 Prozent betragen. Im Euroraum ohne Deutschland dürfte die Inflation in beiden Jahren niedriger sein, da die Arbeitskosten schwächer steigen und die Unterauslastung der Kapazitäten größer ist als hierzulande.

Abbildung 11:
EUROFRAME-Indikator und Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 2009–2014

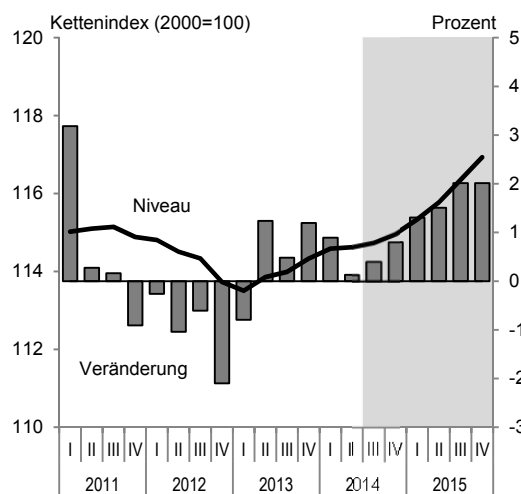


Quartalsdaten; Bruttoinlandsprodukt: kalender-, preis- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; EUROFRAME.

Die Lage am Arbeitsmarkt wird sich im Verlauf des Jahres zwar weiter entspannen, die Arbeitslosigkeit wird aufgrund der geringen konjunkturellen Dynamik aber wohl nur langsam sinken. Nach 11,9 Prozent im Jahr 2013, dürfte die Arbeitslosenquote im Jahresdurchschnitt 2014 bei 11,7 Prozent liegen. Für das kommende Jahr rechnen wir mit einem Rückgang der Quote auf 11,3 Prozent.

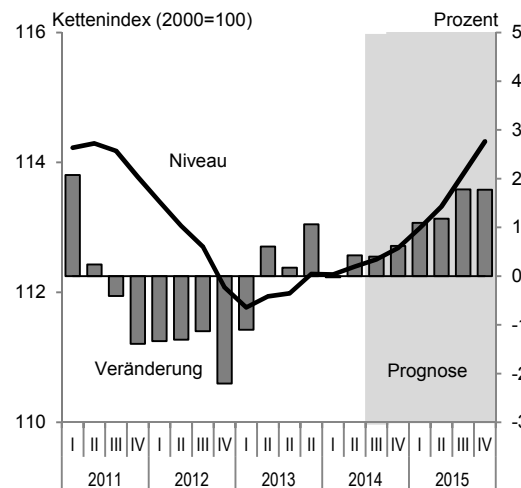
Abbildung 12:
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 2011–2015



Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

Abbildung 13:
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum ohne Deutschland 2011–2015



Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

Euroraum: Dämpfer für die Konjunktur

Tabelle 4:

Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2013–2015

	2013				2014				2015				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2013	2014	2015
Bruttoinlandsprodukt	-0,8	1,2	0,5	1,2	0,9	0,1	0,4	0,8	1,3	1,5	2,0	2,0	-0,4	0,7	1,3
Inlandsnachfrage	-0,7	-0,3	2,2	-0,3	2,1	-0,3	0,2	0,8	1,4	1,4	1,9	1,9	-1,0	0,7	1,1
Privater Verbrauch	-0,9	0,6	0,6	0,3	0,7	1,2	1,2	1,2	0,9	0,9	1,2	1,4	-0,7	0,8	1,1
Staatsverbrauch	0,7	0,1	1,1	-1,3	2,8	0,6	0,6	0,5	0,8	0,7	0,8	0,8	0,1	0,8	0,7
Anlageinvestitionen	-6,2	0,5	1,9	3,8	0,9	-1,3	2,2	2,0	2,2	3,2	3,2	3,6	-2,9	1,4	2,3
Vorratsänderungen	0,8	-0,8	1,1	-0,8	0,9	-0,8	-1,0	-0,3	0,2	0,1	0,3	0,3	-0,0	-0,2	-0,1
Außenbeitrag	-0,1	1,6	-1,6	1,4	-1,1	0,4	0,2	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	0,5	0,0	0,1
Exporte	-3,0	9,4	0,5	5,6	0,3	1,8	2,0	2,8	3,3	4,1	5,0	5,8	1,4	2,5	3,5
Importe	-3,0	6,5	4,4	2,6	3,1	1,0	1,7	3,1	3,7	4,1	5,1	6,1	0,4	2,8	3,5

Bruttoinlandsprodukt: kalender-, preis- und saisonbereinigt; Quartalswerte: Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — Vorratsveränderung, Außenbeitrag: Beitrag zur Veränderungsrate des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

Tabelle 5:

Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum ohne Deutschland 2013–2015

	2013				2014				2015				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2013	2014	2015
Bruttoinlandsprodukt	-0,5	0,5	0,2	1,0	0,2	0,4	0,4	0,6	1,1	1,2	1,8	1,8	-0,7	0,4	1,0
Inlandsnachfrage	-0,6	-1,4	1,8	-0,1	1,5	-0,6	0,2	0,5	0,9	0,9	1,5	1,5	-1,5	0,4	0,7
Privater Verbrauch	-1,5	-0,1	-0,1	1,6	-0,2	1,4	0,3	0,5	0,8	0,8	1,0	1,0	-1,2	0,6	0,7
Staatsverbrauch	1,0	0,2	0,7	-1,6	3,2	0,6	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	0,5	0,0	0,8	0,4
Anlageinvestitionen	-4,9	-2,9	1,4	3,6	-3,6	2,2	1,0	1,0	1,5	2,0	2,0	2,5	-3,7	0,3	1,6
Vorratsänderungen	0,9	-0,9	1,4	-1,3	1,5	-1,9	-0,2	-0,1	0,1	-0,1	0,4	0,4	-0,2	-0,1	-0,1
Außenbeitrag	0,1	1,9	-1,5	1,1	-1,2	1,0	0,2	0,2	0,2	0,4	0,4	0,3	0,9	0,1	0,3
Exporte	-5,8	11,3	-0,6	4,9	0,4	0,9	1,0	2,0	2,5	3,0	4,0	5,0	1,3	2,0	2,6
Importe	-6,7	7,1	3,3	2,5	3,7	-1,6	0,5	1,8	2,3	2,4	3,5	4,8	-0,9	2,1	2,0

Bruttoinlandsprodukt: kalender-, preis- und saisonbereinigt; Quartalswerte: Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — Vorratsveränderung, Außenbeitrag: Beitrag zur Veränderungsrate des preisbereinigten Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

Euroraum: Dämpfer für die Konjunktur

Tabelle 6:

Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Ländern des Euroraums 2013–2015

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Deutschland	28,5	0,1	1,4	1,9	1,6	1,1	1,9	5,3	5,1	4,9
Frankreich	21,5	0,3	0,3	0,6	1,0	0,6	0,9	10,3	10,3	10,4
Italien	16,2	-1,9	-0,3	0,5	1,3	0,2	0,6	12,2	12,7	12,8
Spanien	10,7	-1,2	1,0	1,1	1,5	0,0	0,5	26,1	24,7	23,2
Niederlande	6,3	-0,8	0,2	1,4	2,6	0,5	1,4	6,7	7,0	6,9
Belgien	4,0	0,2	1,0	1,3	1,2	0,8	1,5	8,5	8,5	8,4
Österreich	3,3	0,3	1,0	1,6	2,1	1,6	1,8	4,9	4,9	4,8
Griechenland	1,9	-3,9	0,0	1,5	-0,9	-1,0	0,5	27,5	27,0	25,5
Finnland	2,0	-1,3	-0,2	1,4	2,2	1,2	1,5	8,2	8,5	8,2
Portugal	1,7	-1,4	0,8	1,3	0,4	-0,2	0,2	16,4	14,3	13,3
Irland	1,7	0,2	1,5	3,0	0,5	0,4	1,0	13,1	11,7	9,8
Slowakei	0,8	0,9	2,2	3,2	1,5	-0,1	0,5	14,2	13,7	13,0
Luxemburg	0,5	2,1	2,8	2,9	1,7	1,1	1,8	5,9	6,2	6,1
Slowenien	0,4	-1,1	1,6	2,0	1,9	0,5	0,7	10,1	10,1	9,6
Lettland	0,2	4,1	3,2	4,2	0,0	0,7	1,6	11,9	11,0	9,5
Estland	0,2	0,8	0,0	2,8	3,2	0,5	1,5	8,6	7,6	6,8
Zypern	0,2	-5,4	-3,0	-1,0	0,4	-1,0	0,0	15,9	15,3	15,0
Malta	0,1	2,9	2,0	2,4	1,0	0,8	1,3	6,4	5,9	5,7
Euroraum	100,0	-0,4	0,7	1,3	1,4	0,6	1,1	11,9	11,7	11,3
Euroraum ohne Deutschland	71,5	-0,7	0,4	1,0	1,3	0,4	0,8	14,4	14,1	13,6

Gewicht: auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2013 (Prozent). — Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — Verbraucherpreise: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent), harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — Arbeitslosenquote: standardisiert nach dem ILO-Konzept (Prozent), Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2012.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

Literatur

- Ball, L., N.G. Mankiw und D. Romer (1988). The New Keynesian Economics and the Output–Inflation Trade-Off. *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 1–82.
- Boysen-Hogrefe, J., D. Groll, B. van Roye, J. Scheide und T. Schwarzmüller (2014a). Euroraum auf Erholungskurs. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), *Weltkonjunktur im Frühjahr 2014*. Kieler Diskussionsbeiträge 534/535. IfW, Kiel.
- Boysen-Hogrefe, J., K.-J. Gern, D. Groll, N. Jannsen, S. Kooths, M. Plödt, T. Schwarzmüller, B. van Roye und J. Scheide (2014b). Finanz- und Wirtschaftspolitik bei einer anhaltenden monetären Expansion. *Kieler Beiträge zur Wirtschaftspolitik* 5. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Bonciani, D., und B. van Roye (2013). Uncertainty Shocks and Economic Activity in the Euro Area: The Amplifying Effects of the Bank Lending Channel. *Kieler Arbeitspapiere* 1843. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- De Veirman, E. (2009). What Makes the Output–Inflation Trade-Off Change? The Absence of Accelerating Deflation in Japan. *Journal of Money, Credit and Banking* 41 (6): 1117–1140.
- Dotsey, M., R.G. King und A.L. Wolman (1999). State-Dependent Pricing and the General Equilibrium Dynamics of Money and Output. *Quarterly Journal of Economics* 114: 655–90.
- Gern, K.-J., N. Jannsen, M. Plödt und J. Scheide (2014). *Weltwirtschaftliche Expansion ohne Schwung*. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), *Weltkonjunktur im Herbst 2014*. Kieler Diskussionsbeiträge 543/544. IfW, Kiel.
- van Roye, B. (2014). Financial Stress and Economic Activity in Germany. *Empirica, Springer Science & Business Media* 41: 101–126.
- Wieland, V., und M. Wolters (2014). Is there a Threat of Self-Reinforcing Deflation in the Euro Area? A View through the Lens of the Phillips Curve. *Kieler Policy Brief* 79. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

1945. Gelman, M., A. Jochem, S. Reitz und M. Taylor (2014). Real Financial Market Exchange Rates and Capital Flows. Kiel, 45 S.
1946. Leppin, J., und S. Reitz (2014). The Role of a Changing Market Environment for Credit Default Swap Pricing. Kiel, 29 S.
1947. Pierdzioch, C., S. Reitz und J. Ruelke (2014). Heterogeneous Forecasters and Nonlinear Expectation Formation in the U.S. Stock Market. Kiel, 23 S.
1948. Lechthaler, W., und M. Mileva (2014). Smoothing the adjustment to trade liberalization. Kiel, 36 S.
1949. Ankamah-Yeboah, I., und K. Rehdanz (2014). Explaining the Variation in the Value of Building Energy Efficiency Certificates: A Quantitative Meta-Analysis. Kiel, 25 S.
1950. Lux, T. (2014). A Model of the Topology of the Bank-Firm Credit Network and its Role as Channel of Contagion. Kiel, 34 S.
1951. Tillmann, P., und M. Wolters (2014). The changing dynamics of US inflation persistence: a quantile regression approach. Kiel, 23 S.
1952. Wiebelt, M., P. Al-Raffai, C. Breisinger und R. Robertson (2014). Who bears the costs of climate change? Evidence from Tunisia. Kiel, 22 S.
1953. Hühne, P., B. Meyer und P. Nunnenkamp (2014). Aid for Trade: Assessing the Effects on Recipient Exports of Manufactures and Primary Commodities to Donors and Non-donors. Kiel, 34 S.
1954. Donaubaue, J., B. Meyer und P. Nunnenkamp (2014). Aid, Infrastructure, and FDI: Assessing the Transmission Channel with a New Index of Infrastructure. Kiel, 32 S.
1955. Balleer, A., B. Gehrke und C. Merkl (2014). Some Surprising Facts about Working Time Accounts and the Business Cycle. Kiel, 14 S.
1956. Böhme, M., und T. Glaser (2014). Migration Experience, Aspirations and the Brain Drain – Theory and Empirical Evidence. Kiel, 29 S.
1957. Pondorfer, A., T. Omar Mahmoud, K. Rehdanz und U. Schmidt (2014). Gender Differences in Risk Preferences and Stereotypes: Experimental Evidence from a Matrilineal and a Patrilineal Society. Kiel, 27 S.
1958. Bode, E., und L. Perez Villar (2014). Creativity, Education or What? On the Measurement of Regional Human Capital. Kiel, 21 S.
1959. Boysen-Hogrefe, J. (2014). Determinanten kommunaler Verschuldung und die Rolle der Länder. Kiel, 11 S.
1960. Görg, H., und E. Strobl (2014). Does Corporate Taxation Deter Multinationals? Evidence from a Historic Event in Ireland. Kiel, 23 S.
1961. Girma, S., Y. Gong, H. Görg und S. Lancheros (2014). Estimating Direct and Indirect Effects of Foreign Direct Investment on firm Productivity in the Presence of Interactions between Firms. Kiel, 39 S.
1962. Hintermann, B., S. Peterson und W. Rickels (2014). Price and Market Behavior in Phase II of the EU ETS. Kiel, 35 S.
1963. Schwarzmüller, T., und M. Wolters (2014). The Macroeconomic Effects of Fiscal Consolidation in Dynamic General Equilibrium. 46 S.
1964. Ademmer, E., und F. Dreher (2014). Institutional Constraints to Political Budget Cycles in the Enlarged EU. Kiel, 24 S.

- Nr. 153 *Henning Klodt*: **Baustelle Europa**. 20. Dezember 2013.
- Nr. 154 *Esther Ademmer, Inna Melnykovska und Rainer Schweickert*: **Warum die Freihandelsangebote der EU nicht zieht: Lehren aus dem Debakel von Vilnius**. 20. Dezember 2013.
- Nr. 155 *Klaus Schrader und Claus-Friedrich Laaser*: **Lettland 18. Mitglied der Eurozone: Nicht nur Anlass zum Jubel**. 7. Januar 2014.
- Nr. 156 *Federico Foders*: **Worauf beruht der außenwirtschaftliche Erfolg Deutschlands?** 14. Januar 2014.
- Nr. 157 *Sonja Peterson*: **Das EEG ist nicht das Problem, sondern Teil der Lösung**. 28. Januar 2014.
- Nr. 158 *Henning Klodt*: **Lasst die türkische Lira abwerten**. 5. Februar 2014.
- Nr. 159 *Stefan Kooths*: **„Unsere“ aktive Leistungsbilanz**. 24. Februar 2014.
- Nr. 160 *Henning Klodt*: **Transatlantisches Handelsabkommen: Streitpunkt Investorenschutz**. 10. März 2014.
- Nr. 161 *Inna Melnykovska und Rainer Schweickert*: **Ukraine: Die EU hat ihre Nachbarschaftspolitik überdacht – hilft das?** 9. April 2014.
- Nr. 162 *Jens Boysen-Hogrefe und Markus Haas*: **Konjunkturbereinigung für den Haushalt des Landes Schleswig-Holstein: Es besteht Handlungsbedarf!** 15. April 2014.
- Nr. 163 *David Benček und Henning Klodt*: **Mythen und Fakten zur Mietpreisbremse**. 9. April 2014.
- Nr. 164 *Stefan Kooths*: **Auf der Strecke geblieben – die Tücken der staatlichen Infrastrukturfinanzierung**. 7. Mai 2014.
- Nr. 165 *Joachim Scheide*: **Die falschen Argumente der Deflations-Warner**. 13. Mai 2014.
- Nr. 166 *Joachim Scheide und Björn van Roye*: **Niedrigzinspolitik der EZB: Risiko für Deutschland**. 4. Juni 2014.
- Nr. 167 *Joachim Scheide*: **Die Allmacht der EZB ist eine Illusion**. 4. Juli 2014.
- Nr. 168 *Federico Foders*: **Argentinien erneut am Rande des Abgrunds**. 23. Juli 2014.
- Nr. 169 *Stefan Kooths und Maik Wolters*: **Marktwirtschaftliche Politik statt politisierte Märkte – Wider den grassierenden Neointerventionismus**. 20. August 2014.
- Nr. 170 *Dennis J. Snower*: **Wettbewerb und Kooperation – Wie sich die Ökonomie ändern muss**. 14. Oktober 2014.

- 528./529. Deutsche Konjunktur im Herbst 2013
Kiel, Oktober 2013. 47 S. 18 Euro.
- 530./531. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2013
Kiel, Dezember 2013. 63 S. 18 Euro.
- 532./533. Lettland: Fit für den Euro?
Klaus Schrader und Claus-Friedrich Laaser
Kiel, März 2014. 34 S. 18 Euro.
- 534./535. Weltkonjunktur im Frühjahr 2014
Kiel, April 2014. 46 S. 18 Euro.
- 536./537. Deutsche Konjunktur im Frühjahr 2014
Kiel, April 2014. 45 S. 18 Euro.
538. Konjunkturbereinigung der Länder: Eine Quasi-Echtzeitanalyse
am Beispiel Schleswig-Holsteins
Jens Boysen-Hogrefe
Kiel, Juni 2014. 16 S. 9 Euro.
- 539./540. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Sommer 2014
Kiel, Juni 2014. 35 S. 18 Euro.
- 541./542. Makroprudenzielle Finanzmarktpolitik: Nationale Handlungsoptionen
im Euroraum
*Stefan Kooths, Martin Plödt, Björn van Roye und
Joachim Scheide*
Kiel, August 2014. 53 S. 18 Euro.
- 543./544. Weltkonjunktur im Herbst 2014
Kiel, Oktober 2014. 46 S. 18 Euro.