



Weltkonjunktur im Sommer 2015

Kieler Konjunkturberichte Nr. 7 (2015 | Q2)

Erholung der Weltkonjunktur vorübergehend gebremst

Salomon Fiedler, Klaus-Jürgen Gern, Philipp Hauber, Nils Jannsen, Stefan Kooths, Stefan Reitz, Tim Schwarzmüller und Maik Wolters

Die Weltkonjunktur ist ausgesprochen schwach in das Jahr 2015 gestartet. Zwar wird sich die wirtschaftliche Dynamik im weiteren Verlauf dieses Jahres wieder verstärken und im kommenden Jahr voraussichtlich weiter an Fahrt gewinnen. Der Anstieg der Weltproduktion gerechnet auf Basis von Kaufkraftparitäten wird mit 3,4 Prozent in diesem Jahr aber nochmals recht verhalten ausfallen und mit 3,8 Prozent auch im kommenden Jahr eine im historischen Vergleich moderates Expansionstempo aufweisen. Beschleunigen wird sich voraussichtlich insbesondere die Konjunktur in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Die insgesamt weiter sehr expansive Geldpolitik dürfte angesichts fortschreitender Entschuldungsprozesse im privaten Sektor zunehmend auf fruchtbaren Boden fallen, vor allem für die Investitionen ist mit einer spürbaren Belebung zu rechnen. Für die Schwellenländer ist eine deutliche Verstärkung des Produktionsanstiegs hingegen nicht zu erwarten. Strukturelle Hemmnisse stehen dem entgegen; in vielen Ländern kommt hinzu, dass die Exporterlöse infolge niedrigerer Rohstoffpreise nachhaltig gesunken sind.

Kasten 1:

„Quantitative Lockerung“: Transmission, Auswirkung und Risiken (S. 9)

Kasten 2:

„Quantitative Lockerung“ der EZB und die Entwicklung des effektiven Wechselkurses des Euro (S. 12)

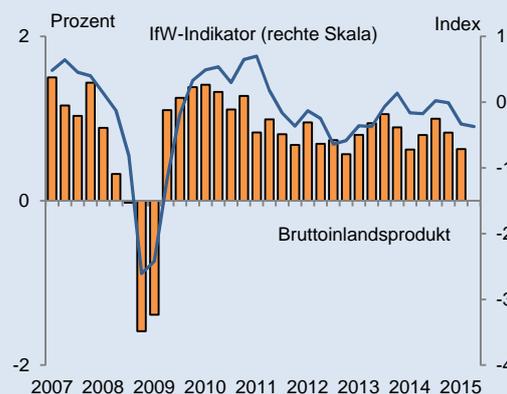
Kasten 3:

Griechenland am Scheideweg: Welche Grundlagen sind bei Zukunftsszenarien zu beachten? (S. 14)

Die weltwirtschaftliche Expansion hat sich zu Beginn des Jahres 2015 abgeschwächt.

Nachdem das globale Bruttoinlandsprodukt im zweiten Halbjahr 2014 mit einer Rate von durchschnittlich 0,9 Prozent je Quartal recht zügig gestiegen war, legte es im ersten Quartal des laufenden Jahres nur noch mit einer Rate von 0,6 Prozent zu (Abbildung 1). Sowohl in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften als auch in den Schwellenländern nahm die wirtschaftliche Dynamik ab. Der Welthandel, der gegen Jahresende 2014 etwas an Schwung gewonnen hatte, ging spürbar zurück, vor allem aufgrund eines kräftigen Rückgangs in den Schwellenländern. Zwar scheinen für den schwachen Jahresauftakt der Weltwirtschaft auch temporäre Faktoren verantwortlich zu sein, so dass für das zweite Quartal mit einer wieder stärkeren Expansion zu rechnen ist. Allerdings

Abbildung 1:
Weltwirtschaftliche Aktivität 2007–2015



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

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

deutet der IfW-Indikator für die weltwirtschaftliche Aktivität, der auf der Basis von Stimungsindikatoren aus 42 Ländern berechnet wird, auf eine weiterhin moderate weltwirtschaftliche Expansion hin.

Schwäche in den Vereinigten Staaten drückt Produktionsanstieg in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Nachdem die Erholung der Konjunktur in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften im Verlauf des vergangenen Jahres zusehends vorangekommen war, geriet die Expansion in den ersten Monaten des laufenden Jahres ins Stocken. Im ersten Vierteljahr 2015 nahm das Bruttoinlandsprodukt nur noch um 0,2 Prozent zu, nachdem es im Durchschnitt der beiden vorherigen Quartale um knapp 0,5 Prozent zugelegt hatte. Maßgeblich für die Abschwächung war, dass die Produktion in den Vereinigten Staaten nach deutlichen Zuwächsen zuvor in den Wintermonaten leicht zurückgegangen war. Dies war freilich zu einem erheblichen Teil Sonderfaktoren wie ungünstigen Witterungsbedingungen und einem langanhaltenden Streik der Hafearbeiter an der Westküste geschuldet.¹ Der Aufschwung am Arbeitsmarkt setzte sich jedenfalls bis zuletzt nahezu unvermindert fort, was darauf hindeutet, dass die zugrunde liegende Konjunkturtendenz weiterhin aufwärtsgerichtet ist. Im Vereinigten Königreich schwächte sich der Produktionsanstieg ebenfalls spürbar ab, wenngleich ausgehend von verhältnismäßig hohem Niveau. Hingegen nahm die Produktion in der Tendenz dort stärker zu, wo das konjunkturelle Fahrttempo zuvor vergleichsweise schwach gewesen war. So legte das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum im ersten Quartal um 0,4 Prozent zu, nach 0,2 und 0,3 Prozent in den beiden Vorquartalen. In Japan beschleunigte sich der Produktionszuwachs sogar von 0,3 auf 0,6 Prozent. In beiden Volkswirtschaften blieb der private Konsum die

Hauptstütze der Expansion, die Beschleunigung war aber vor allem durch ein Anziehen der Investitionen bedingt, wenngleich sich diese nach wie vor auf niedrigem Niveau befinden. Im Euroraum macht sich die konjunkturelle Belebung inzwischen auch deutlich am Arbeitsmarkt bemerkbar. Die Arbeitslosenquote ist zwar nach wie vor hoch, sie lag im April aber mit 11,1 Prozent um 1 Prozentpunkt unter ihrem im Jahr 2013 verzeichneten Höchstwert.

Das Expansionstempo in den Schwellenländern hat sich zuletzt wieder verringert. Nach der ausgeprägten Schwäche im ersten Halbjahr 2014 hatte die Produktion in den meisten großen Schwellenländern im zweiten Halbjahr wieder etwas angezogen. Nach der Jahreswende trübte sich das Bild aber wieder ein. In China nahm die Produktion nur noch um 1,3 Prozent gegenüber dem Vorquartal zu; im Vorjahresvergleich verringerte sich der Zuwachs auf 7 Prozent, den geringsten Wert seit Anfang 2009. In Lateinamerika kam der Produktionsanstieg vor dem Hintergrund des Rohstoffpreistrückgangs nahezu zum Stillstand. Brasilien verzeichnete im ersten Quartal sogar einen neuerlichen Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität, und die Indikatoren deuten darauf hin, dass die Konjunkturschwäche dort bis zuletzt angehalten hat. Russland befindet sich, bedingt vor allem durch den Ölpreistrückgang und Unsicherheit als Folge des politischen Konflikts mit der Europäischen Union und den Vereinigten Staaten um die Rolle Russlands in der Ukraine, in einer Wirtschaftskrise, in deren Folge die Produktion in den ersten Monaten dieses Jahres deutlich schrumpfte. Vergleichsweise robust zeigte sich die Konjunktur zuletzt vor allem in den asiatischen Schwellenländern außerhalb Chinas. Eine hohe Dynamik ist insbesondere in Indien zu verzeichnen, wobei die hohen Zuwachsraten allerdings zu einem Teil auch durch Änderungen in der statistischen Erfassung bedingt sind.

¹ Auch gibt es Hinweise darauf, dass das Saisonbereinigungsverfahren des Bureau of Economic Analysis die tatsächliche Produktionsentwicklung am Jahresbeginn zuletzt tendenziell zu ungünstig ausgewiesen hat (Rudebusch et al. 2015). Diese Hypothese ist allerdings umstritten (Groen und Russo 2015).

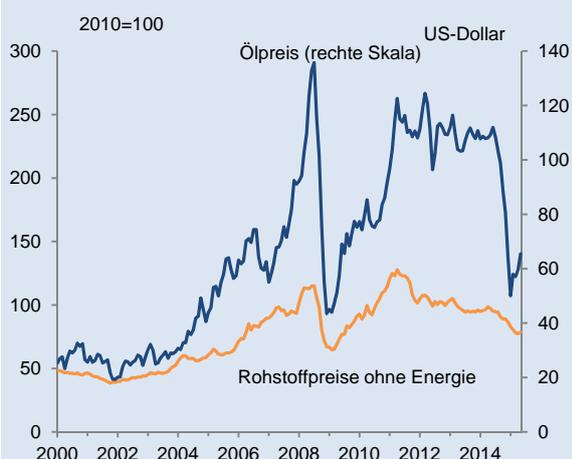
Prinzipiell günstige Rahmenbedingungen für die Weltkonjunktur

Der Ölpreis hat sich zwar etwas erholt, bleibt aber wohl vorerst auf deutlich verringertem Niveau. Nachdem der Ölpreis im zweiten Halbjahr 2014 um rund die Hälfte auf nur noch 50 US-Dollar für ein Fass der Sorte Brent abgestürzt war, ist er in den vergangenen Monaten wieder etwas gestiegen. Zuletzt notierte er zwischen 60 und 65 Dollar aber weiterhin erheblich niedriger als vor dem vergangenen Sommer (Abbildung 2). Der Preisrutsch war nicht nur auf eine schwache Zunahme der Nachfrage zurückzuführen, sondern wesentlich auch auf ein strukturelles Überangebot im Ölmarkt, das vor allem auf die steigende Produktion außerhalb der OPEC und hier insbesondere in den Vereinigten Staaten zurückging (Gern et al. 2015a: Kasten 1). Bei dem derzeitigen Preisniveau sind Investitionen in die Erschließung zusätzlicher Ölvorkommen vielfach nicht rentabel. Kurzfristig ist vor allem wichtig, dass die Investitionen in die US-amerikanische Schieferölproduktion, die wesentlich für den Anstieg der weltweiten

Ölförderung in den vergangenen beiden Jahren verantwortlich war, bereits erheblich zurückgefahren wurden. Aufgrund der technisch bedingten kurzen Produktionsdauer der einzelnen Bohrungen von lediglich ein bis zwei Jahren sind aber stetige Neuerschließungen notwendig, um das Produktionsniveau auch nur zu halten. Eine so gebremste Entwicklung des Ölangebots dürfte dazu führen, dass die Ölpreise im Prognosezeitraum wieder etwas steigen. Es ist allerdings unwahrscheinlich, dass sich die Preise in absehbarer Zeit auf das vor dem Preissturz herrschende Niveau erholen, auch weil Saudi-Arabien signalisiert hat, dass es niedrigere Preise für wünschenswert hält, um die Anreize zur Erschließung neuer Ölvorkommen zu vermindern und auf längere Sicht seinen Marktanteil zu schützen. Für die Prognose rechnen wir mit einem sukzessiven, aber moderaten Anstieg der Notierungen, so dass der für die Prognose zugrunde gelegte Brent-Preis im Durchschnitt dieses Jahres knapp 65 Dollar und im kommenden Jahr annähernd 75 Dollar beträgt.

Die niedrigeren Ölpreise sollten die Weltkonjunktur per saldo anregen, bislang ist diese Wirkung allerdings nicht klar erkennbar. Für Nettoimporteure von Öl ergeben sich durch den Ölpreirückgang erhebliche Kaufkraftgewinne, durch welche die Binnennachfrage hier stimuliert wird. Auf der anderen Seite verlieren zwar Nettoexporteure Einkommen, insgesamt wird aufgrund von empirischen Analysen des Zusammenhangs in der Vergangenheit und Ergebnissen von empirisch abgestützten Simulationsmodellen aber ein positiver Effekt auf die Weltkonjunktur erwartet, auch wenn über die Größenordnung des Impulses erhebliche Unsicherheit besteht (OECD 2014: 23). Von daher ist es überraschend, dass sich die Weltkonjunktur im ersten Quartal, als der Ölpreis seinen Tiefpunkt erreichte, deutlich abschwächte und zwar auch in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, die als Nettoölimporteure von der Preisentwicklung profitieren. Dämpfend wirkte zum einen, dass in den Vereinigten Staaten ebenso wie im Vereinigten Königreich die Investitionen in der Ölindustrie stark einge-

Abbildung 2:
Rohstoffpreise 2000–2015



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

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

schränkt wurden. Zum anderen wurden die Zuwächse des real verfügbaren Einkommens, die zu einem Gutteil aus niedrigeren Energiepreisen resultierten, nicht vollständig verausgabt. In den Entwicklungs- und Schwellenländern sind die Energiepreise häufig staatlich reguliert, so dass die bei Nettoölimporturen in dieser Ländergruppe entstehenden Terms-of-Trade-Gewinne der Wirtschaft häufig nur indirekt (infolge einer Vergrößerung der Ausgabenspielräume beim Staat) und mit Verzögerung zu Gute kommen. Auf längere Sicht sollte die Weltwirtschaft insgesamt von einem geringeren Ölpreis profitieren, soweit er – wie es derzeit der Fall ist – auf einem vergrößerten Ölangebot beruht, das die weltweiten Produktionsmöglichkeiten insgesamt erhöht.

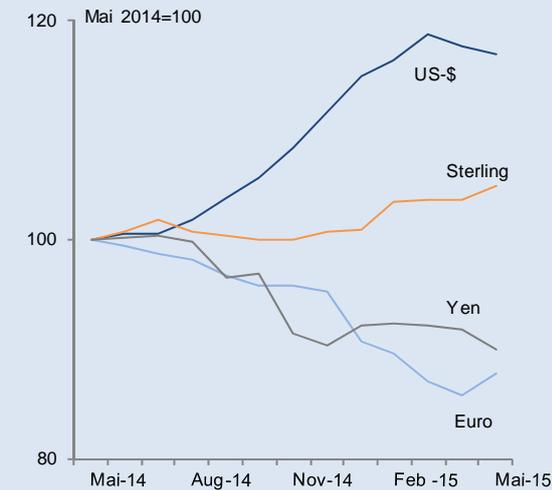
Die Geldpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften hat begonnen, unterschiedliche Wege einzuschlagen, bleibt aber überall expansiv. Entsprechend der zunehmenden Unterschiede in der konjunkturellen Situation hat sich die geldpolitische Ausrichtung in den einzelnen Ländern im Verlauf des vergangenen Jahres differenziert. Während in den Vereinigten Staaten, wo die Konsolidierung im privaten Sektor weit fortgeschritten ist und sich die Wirtschaft nach vier Jahren zwar moderater, aber doch fortgesetzter Erholung der Normalauslastung nähert, das Programm zum Aufkauf zusätzlicher Anleihen im Herbst 2014 beendet wurde, beschlossen die EZB und die Bank von Japan angesichts fehlender konjunktureller Eigendynamik, ihre Politik noch expansiver zu gestalten. In Japan wurde das bereits seit Frühjahr 2013 laufende aggressive Aufkaufprogramm für Anleihen nochmals aufgestockt. Die EZB hat im März 2015 begonnen, in großem Umfang Wertpapiere, insbesondere Staatsanleihen, aufzukaufen. Erhebliche konjunkturelle Anregungen könnten sich vor allem durch eine nachhaltige Abwertung des Euro ergeben; nennenswerte Ankündigungs- und Zinssenkungseffekte sind von diesen Programmen in der derzeitigen Situation nicht zu erwarten. Gleichzeitig bestehen allerdings beträchtliche Risiken für die wirtschaftliche Entwicklung vor allem auf mittlere Sicht (Kasten 1). Im Euroraum

und in Japan werden die Leitzinsen wohl bis zum Ende des Prognosezeitraums bei null bleiben. Hingegen wurden die Märkte darauf vorbereitet, dass die Zinsen in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich in absehbarer Zeit angehoben werden. Vor dem Hintergrund der schwachen Daten für die konjunkturelle Entwicklung zu Jahresbeginn erscheint es aber wahrscheinlich, dass erste Schritte zu einer Normalisierung der US-Geldpolitik auf den Herbst dieses Jahres verschoben werden. Die Bank von England dürfte Anfang 2016 folgen. Die Zinsanhebungen werden voraussichtlich so allmählich erfolgen, dass auch Ende kommenden Jahres die Leitzinsen noch auf in historischem Maßstab sehr niedrigem Niveau liegen werden.

Die unterschiedliche Ausrichtung der Geldpolitik hatte deutliche Verschiebungen im Währungsgefüge zur Folge. Seit Mitte 2014 hat der Euro gegenüber dem US-Dollar 20 Prozent an Wert verloren. Für diese Entwicklung hat das Aufkaufprogramm der EZB wohl eine wichtige Rolle gespielt (Kasten 2). Real und effektiv verringerte sich der Außenwert des Euro um 12 Prozent (Abbildung 3). Der Yen wertete nochmals deutlich ab, hingegen legten der US-Dollar und in geringerem Umfang das britische Pfund in real effektiver Rechnung zu. Auch einige andere europäische Währungen kamen unter starken Aufwertungsdruck. Die Schweizer Nationalbank gab im Januar überraschend die Untergrenze von 1,20 Franken je Euro, die sie seit dem Sommer 2011 verteidigt hatte, auf. Obwohl sie gleichzeitig das Zielband für den Geldmarktzins weiter in negatives Terrain führte (-1,25 bis -0,25 Prozent), näherte sich der Franken in der Folge sprunghaft der Parität. Auch der polnische Zloty gewann gegenüber dem Euro deutlich an Wert mit der Folge, dass die Notenbank den Leitzins nochmals um 0,5 Prozentpunkte (auf nunmehr 1,5 Prozent) senkte. Zunehmendem Aufwertungsdruck sah sich auch die Schwedische Krone ausgesetzt. Die Reichsbank wirkte dem allerdings entgegen, indem sie ihre Politik ebenfalls stark lockerte. Neben einer Absenkung des Leitzinses auf -0,1

Prozent beschloss sie, ihre Bilanz ebenfalls durch den Kauf von Wertpapieren auszuweiten.

Abbildung 3:
Realer effektiver Wechselkurs der großen Weltwährungen, Mai 2014–Mai 2015



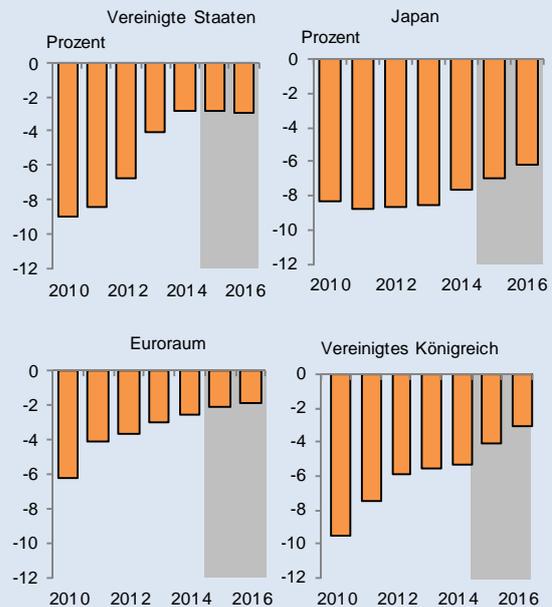
Monatsdaten.

Quelle: JP Morgan via Datastream.

Die Finanzpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist nicht mehr restriktiv ausgerichtet. Es gibt zwar in den öffentlichen Haushalten der meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften nach wie vor erheblichen Konsolidierungsbedarf. Häufig bestehen noch erhebliche Haushaltsdefizite, und die Staatsverschuldung, die gemessen am Bruttoinlandsprodukt in den Jahren nach der Finanzkrise drastisch gestiegen ist, steigt vielfach weiter. Nach einer Reihe von Jahren mit zum Teil erheblichen restriktiven Impulsen durch die Finanzpolitik ist gleichwohl für die kommenden beiden Jahre mit einer weitgehend neutralen Ausrichtung der Finanzpolitik zu rechnen. In den Vereinigten Staaten wird das Budgetdefizit trotz der besseren Konjunktur wohl bei knapp 3 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt verharren (Abbildung 4). In Japan dürfte das strukturelle Budgetdefizit zwar noch etwas sinken, die für den Herbst dieses Jahres vorgesehene zweite Stufe der Mehrwertsteuererhöhung wurde aber auf 2017 verschoben. Im Euroraum schließlich,

werden die fiskalischen Regeln von der Kommission inzwischen so ausgelegt, dass die bis zum Erreichen des Ziels eines annähernd ausgeglichenen Haushalts erforderlichen Konsolidierungsanstrengungen – vorgesehen ist eine jährliche Reduzierung des strukturellen Defizits um mindestens 0,5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt – je nach konjunktureller Situation verstärkt oder abgeschwächt werden können, so dass den Mitgliedsländern mit schwacher Konjunktur für die Rückführung ihrer Defizite zusätzlich Zeit eingeräumt wird (Europäische Kommission 2015). Der strukturelle Haushaltssaldo im Euroraum insgesamt dürfte sich in diesem und im nächsten Jahr nicht verbessern, obwohl die Staatshaushalte durch Einsparungen bei den Zinsausgaben zum Teil erheblich entlastet werden.

Abbildung 4:
Staatliche Finanzierungssalden in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2010–2016



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

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

Ausblick: Gegenwärtige Schwäche der Weltkonjunktur wird allmählich überwunden

Der Anstieg der Weltproduktion gerechnet auf Basis von Kaufkraftparitäten wird sich in diesem Jahr auf 3,4 Prozent belaufen und sich im Jahr 2016 auf 3,8 Prozent erhöhen.

Ausgehend von der zu Jahresbeginn schwachen Dynamik dürfte die Weltproduktion im Prognosezeitraum zwar an Schwung gewinnen. Eine deutlich stärkere Grundtendenz der Weltkonjunktur als in den vergangenen beiden Jahren zeichnet sich aber noch nicht ab. Im kommenden Jahr wird der Anstieg der Weltproduktion voraussichtlich merklich stärker expandieren als 2015, allerdings wohl nicht spürbar über das mittelfristige Wachstumstempo von etwa 3 ¾ Prozent hinausgehen (Tabelle 1). Auch der Welthandel wird weiter wenig Dynamik entfalten. Für 2015 und 2016 erwarten wir Anstiegsraten von 3 bzw. 4,5 Prozent.

Insbesondere für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist eine Belebung der Konjunktur im Vergleich zu dem in den beiden vergangenen Jahren verzeichneten mäßigen Tempo in Sicht. Der Anteil dieser Ländergruppe an der weltwirtschaftlichen Expansion hat sich in den vergangenen beiden Jahren erhöht und steigt im Prognosezeitraum weiter an (Abbildung 5). Eine insgesamt weiter sehr expansive Geldpolitik und Anregungen vonseiten des Ölpreises begünstigen die Konjunktur und fallen angesichts fortschreitender Entschuldungsprozesse im privaten Sektor zunehmend auf fruchtbaren Boden. Zudem gehen von der Finanzpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften kaum noch bremsende Einflüsse aus. Das Bruttoinlandsprodukt dieser Ländergruppe wird im kommenden Jahr voraussichtlich um 2,6 Prozent zunehmen, nach 1,9 Prozent im laufenden Jahr.

Tabelle 1:

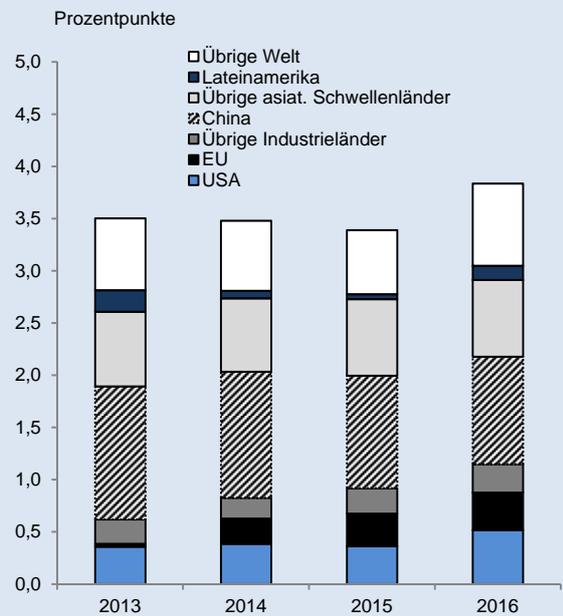
Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in ausgewählten Ländern und Regionen 2014–2016

	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Vereinigte Staaten	2,4	2,2	3,2	1,6	0,2	2,5
Japan	-0,1	1,2	1,4	2,7	0,9	1,2
Euroraum	0,9	1,5	1,8	0,4	0,3	1,3
Vereinigtes Königreich	2,8	2,5	2,5	1,5	0,6	1,5
Fortgeschrittene Länder insgesamt	1,9	2,1	2,6	1,3	0,5	1,9
China	7,4	6,6	6,3	2,0	1,5	2,0
Lateinamerika	0,9	0,6	1,8	10,4	10,9	9,8
Indien	7,2	7,4	7,4	6,4	4,5	5,5
Ostasien	4,5	4,8	4,9	4,8	4,0	4,0
Russland	0,4	-3,0	0,5	7,8	15,0	8,0
Weltwirtschaft insgesamt	3,5	3,4	3,8	4,2	3,5	4,1
<i>Nachrichtlich:</i>						
Welthandelsvolumen	3,2	3,0	4,5	.	.	.
Ölpreis (US-\$/Barrel)	98,9	63,8	74,3	.	.	.
Weltwirtschaft (gewichtet auf der Basis von Marktwechselkursen des Jahres 2013)	2,8	2,8	3,3	3,3	2,7	3,4

Aggregate gewichtet auf Basis von Kaufkraftparitäten. Ostasien: ohne China, Indien und Japan. Grau hinterlegt: Prognose des IfW.

Quelle: Prognose des IfW.

Abbildung 5:
Expansionsbeiträge verschiedener Länder und Regionen zum Zuwachs des globalen Bruttoinlandsprodukts 2013–2016



Jahresdaten, preisbereinigt. Anstieg des Bruttoinlandsprodukts gewichtet mit Anteilen an der Weltproduktion berechnet auf der Basis von Kaufkraftparitäten.

Quelle: IMF, *World Economic Outlook Database*; OECD, *Main Economic Indicators*; Eurostat, VGR; 2014–2016: Prognose des IfW.

Für die Vereinigten Staaten rechnen wir mit einem Produktionsanstieg um 2,2 Prozent in diesem und 3,2 Prozent im nächsten Jahr. Damit haben wir unsere Prognose insbesondere für das laufende Jahr im Vergleich zum Frühjahr deutlich reduziert. Dies ist aber vor allem dem überraschend schwachen Jahresanfang geschuldet. Wir erwarten nach wie vor, dass sich das bislang im historischen Vergleich sehr moderate Tempo der konjunkturellen Erholung im Prognosezeitraum verstärkt. Die privaten Konsumausgaben werden getragen von der stetigen Besserung am Arbeitsmarkt, die sich nach und nach auch in einer höheren Lohn- und Preisdynamik niederschlagen wird, sukzessive beschleunigen. Unterstützend wirkt auch die Entlastung der Verbraucher durch niedrigere Energiepreise. Die Unternehmensinvestitionen werden angesichts besserer Absatzaussichten im In- und Ausland wieder an Fahrt gewinnen,

zumal die Finanzierungsbedingungen sehr günstig sind. Während vonseiten der Zinsen trotz der zu erwartenden allmählichen Leitzinsanhebungen bis zum Ende des Prognosezeitraums Anregungen für die Konjunktur ausgehen, bremst die Aufwertung des US-Dollars den Anstieg der Produktion.

Die wirtschaftliche Erholung im Euroraum festigt sich bei Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts von 1,5 Prozent in diesem und 1,8 Prozent im kommenden Jahr. Anders als für die Vereinigten Staaten haben wir unsere Erwartung für den Produktionsanstieg im Euroraum aufwärts revidiert. Die Indikatoren deuten darauf hin, dass sich der Produktionsanstieg im Sommerhalbjahr weiter verstärkt (EUROFRAME 2015). Begünstigt wird die konjunkturelle Entwicklung durch die wechselkursbedingte Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der Produzenten im Euroraum. Auch ist die Finanzpolitik insgesamt nicht mehr restriktiv ausgerichtet. Wir erwarten, dass neben dem privaten Verbrauch in den kommenden Monaten die Investitionen verstärkt zur Expansion der Nachfrage beitragen. In einzelnen Krisenländern, so in Spanien und Irland, hat die wirtschaftliche Erholung inzwischen einen beträchtlichen Schwung entfaltet. In anderen Ländern wie Italien und Frankreich stehen freilich weiterhin strukturelle Probleme einem dynamischen Aufschwung entgegen, weil die Politik erst spät und zum Teil auch zögerlich gegengesteuert hat. Die Unsicherheit über den Umgang mit der Schuldenkrise in Griechenland bleibt voraussichtlich noch längere Zeit bestehen. Dadurch wird aber wohl vor allem Griechenland selbst wirtschaftlich geschädigt (Kasten 3), die negativen Auswirkungen auf den übrigen Euroraum dürften sich in engen Grenzen halten. Die Inflationsrate wird in den Sommermonaten weiter sehr niedrig sein, gegen Jahresende mit dem Fortfall der dämpfenden Effekte vonseiten der Energiepreise aber deutlich zunehmen. Im Jahr 2015 wird der Anstieg der Verbraucherpreise 0,3 Prozent wohl wie im abgelaufenen Jahr sehr gering sein, 2016 dürften die Verbraucherpreise im Jahresdurchschnitt um 1,3 Prozent zulegen. Die Arbeitslosenquote dürfte weiter allmählich

zurückgehen, auf 11,1 Prozent im Jahr 2015 und 10,5 Prozent im Jahr 2016.

In den Schwellenländern verhindern niedrigere Rohstoffpreise und strukturelle Probleme eine rasche Rückkehr zu hohen Expansionsraten. Die wirtschaftliche Expansion in den Schwellenländern wird im Prognosezeitraum nicht nennenswert an Schwung gewinnen. Im laufenden Jahr dürfte die Zuwachsrate des aggregierten Bruttoinlandsprodukts dieser Ländergruppe mit 4,4 Prozent sogar geringer ausfallen als im vergangenen Jahr (5,0 Prozent). Die chinesische Regierung hat zwar in den vergangenen Monaten die Geldpolitik gelockert und fiskalische Maßnahmen zur Stimulierung der Konjunktur angekündigt. In der Folge dürfte sich der Produktionsanstieg im weiteren Verlauf dieses Jahres etwas verstärken. In der Grundtendenz wird sich die wirtschaftliche Expansion in China aufgrund der Eindämmung des Immobilienbooms und eines Übergangs zu einer allgemein etwas geringeren Investitionsquote weiter verlangsamen. Zum anderen haben sich die Exporterlöse in den Ländern mit bedeutendem Rohstoffsektor durch die gesunkenen Rohstoffpreise erheblich verringert, was die gesamtwirtschaftliche Aktivität dort dämpft. So wird die gesamtwirtschaftliche Produktion in Lateinamerika voraussichtlich sogar schwächer steigen als im vergangenen Jahr, das durch Stagnation in Brasilien und Argentinien und rezessive Entwicklungen in Venezuela gekennzeichnet war. In Russland, dessen Exportsektor nahezu vollständig auf Rohstoffe ausgerichtet ist und das zusätzlich durch Sanktionen im Zusammenhang mit dem Konflikt in der Ukraine belastet ist, dürfte das Bruttoinlandsprodukt sogar deutlich zurückgehen. Die Geldpolitik kann in den Schwellenländern insgesamt nur vereinzelt Anregungen für die Konjunktur geben, da die Wechselkurse stark unter Druck gekommen sind, und auch Spielraum für expansive Finanzpolitik besteht in vielen Ländern nicht. Im kom-

menden Jahr dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion in den Schwellenländern mit wieder etwas anziehenden Rohstoffpreisen zwar ein wenig an Fahrt gewinnen; die Belebung dürfte aber mäßig ausfallen.

Die Weltkonjunktur bleibt anfällig für Störungen durch geopolitische Entwicklungen oder Turbulenzen an den Finanzmärkten.

Für die Prognose wird angenommen, dass die geopolitischen Krisen sich nicht abermals verschärfen, sondern allmählich an Gewicht verlieren. Eine neuerliche Zunahme der Unsicherheit über das geopolitische Umfeld würde den erwarteten Aufschwung bei den Investitionen behindern. Die konjunkturellen Risiken im Zusammenhang mit der Schuldenkrise Griechenlands erscheinen aus internationaler Sicht zwar begrenzt, da sich die Akteure zunehmend auf ein mögliches Ausscheiden des Landes aus dem Euroraum eingestellt haben. Gleichwohl könnte sich die Unsicherheit an den Finanzmärkten erhöhen und infolge des Einpreises von Wechselkursrisiken die finanzielle Fragmentierung im Euroraum wieder verstärken, was insbesondere die wirtschaftliche Erholung in den Ländern der Peripherie belasten würde. Finanzmarkturbulenzen könnten sich auch im Zusammenhang mit dem bevorstehenden Einstieg in eine Normalisierung des Zinsniveaus (ausgehend von den Vereinigten Staaten) ergeben, zumal die Bewertungen bei verschiedenen Vermögensklassen zum Teil ungewöhnlich hoch sind. Die Volatilität an den Märkten hat sich zuletzt bereits merklich erhöht. Schließlich hätte es erhebliche negative weltwirtschaftliche Auswirkungen, wenn es in China im Anschluss an den Kreditboom der vergangenen Jahre zu einer Finanzkrise und einem Einbruch der Konjunktur käme. Sollten sich diese Risiken in bedeutendem Umfang realisieren, wäre mit einer spürbar schwächeren Expansion der Weltwirtschaft, in Teilen oder in Gänze, zu rechnen.

Kasten 1:**„Quantitative Lockerung“: Transmission, Auswirkung und Risiken^a**

Im Januar 2015 hat die Europäische Zentralbank (EZB) ein umfangreiches Programm zum Aufkauf von Staatsanleihen und anderen Wertpapieren angekündigt (sogenannte „Quantitative Lockerung“). Seit März 2015 bis mindestens September 2016 wird sie monatlich Wertpapiere im Wert von 60 Milliarden Euro aufkaufen. Das Ziel dieser Maßnahme ist es, das Zinsniveau weiter zu senken, die Inflationserwartungen zu erhöhen und so die Konjunktur anzukurbeln. Während hierzu üblicherweise eine Leitzinssenkung im Rahmen der konventionellen Geldpolitik genutzt wird, ist dies jetzt nicht möglich, da der Leitzins bereits nahe null liegt. Nur im mittleren Bereich und am langen Ende der Zinskurve besteht noch Spielraum für Zinssenkungen. Mit dem Kauf von Wertpapieren mit entsprechenden Fälligkeiten, soll daher die Zinsstrukturkurve weiter abgeflacht werden.

Die Abschätzung der quantitativen Auswirkungen dieser Maßnahmen ist sehr schwierig, da es in der Vergangenheit keine vergleichbaren Politikmaßnahmen im Euroraum gab. Dementsprechend fehlen historische Daten für eine empirische Analyse. Möglich sind allerdings eine theoretisch-fundierte Abschätzung sowie eine Auswertung von Erfahrungen vergleichbarer Politikmaßnahmen in anderen Währungsräumen. Ähnliche Maßnahmen der unkonventionellen Geldpolitik wurden seit 2001 von der Japanischen Zentralbank und in jüngerer Vergangenheit in Zusammenhang mit der globalen Finanzkrise insbesondere von der amerikanischen und der britischen Zentralbank durchgeführt.

Transmissionkanäle Quantitativer Lockerung

Aus Sicht der Finanzmarkttheorie kann sich eine Politik der Quantitativen Lockerung insbesondere über einen Signalkanal (Signaling Channel) und einen Portfoliokanal (Portfolio Rebalancing Channel) auf das Zinsniveau auswirken. Das langfristige Zinsniveau hängt im Wesentlichen von zwei Faktoren ab, den zukünftig erwarteten Kurzfristzinsen und einer Laufzeitprämie (Term Premium). Der Signalkanal beeinflusst die zukünftig erwarteten Kurzfristzinsen. Nach dem Aufkauf von Wertpapieren würde ein früher Ausstieg aus einer sehr expansiven Geldpolitik zu Verlusten der Zentralbank führen. Insofern signalisiert die Zentralbank mit einer Quantitativen Lockerung eine längere Phase sehr niedriger Zinsen. Der Portfoliokanal hingegen führt zu einem Sinken der Laufzeitprämie. Auch wenn die Zentralbank ausschließlich Staatsanleihen aufkauft, wird dadurch die Rendite anderer Wertpapiere mit ähnlicher Laufzeit ebenfalls sinken. Investoren werden diese verstärkt nachfragen – also ihr Portfolio umschichten –, bis auch für diese Wertpapiere die Renditen in ähnlichem Umfang wie für die aufgekauften Staatsanleihen gesunken sind. Der Signalkanal und der Portfoliokanal führen also beide im Endeffekt zu einem Abflachen der Zinsstrukturkurve, wodurch die Kapital- und Kreditkosten tendenziell sinken.

Ein niedrigeres Zinsniveau im Euroraum führt darüber hinaus zu einer Abwertung des Euro, da ausländische Wertpapiere relativ zu inländischen attraktiver werden. Diese Zins- und Wechselkurseffekte können zu einem Anstieg der Privatinvestitionen und der Nettoexporte führen und sich letztendlich positiv auf das Bruttoinlandsprodukt und die Inflation auswirken. Insofern dieser Prozess antizipiert wird, steigen die Inflationserwartungen bereits mit der Ankündigung der Quantitativen Lockerung. Darüber hinaus kann die Quantitative Lockerung in Zeiten hoher Finanzmarktunsicherheit und -volatilität zur Beruhigung der Märkte beitragen.

Empirische Evidenz

Einen wichtigen Transmissionskanal der Quantitativen Lockerung für die Stimulierung der Konjunktur stellt die Verringerung des allgemeinen Zinsniveaus dar. In empirischen Analysen zu den Auswirkungen Quantitativer Lockerung wird deshalb vielfach der Effekt einer solchen Maßnahme auf das Zinsniveau abgeschätzt. Dies ist jedoch schwierig, da das Zinsniveau von vielen Faktoren gleichzeitig beeinflusst wird. Deshalb muss dafür eine Methodik verwendet werden, mit der sich die Zinseffekte der Quantitativen Lockerung von anderen Einflussfaktoren trennen lassen. In der Literatur herrschen hierzu zwei verschiedene Ansätze vor. Zum einen werden Zinsänderungen in einem engen Zeitfenster von wenigen Stunden um die Ankündigung einer Quantitativen Lockerung herum betrachtet. Diese Methode beruht auf der Annahme, dass in solch einem engen Zeitraum, die angekündigte Maßnahme der größte Einflussfaktor auf Zinsänderungen ist. Die zweite Methode basiert auf Regressionsanalysen, in denen Zinsen oder Schätzungen der Laufzeitprämie auf das Angebot von Anleihen oder anderen Wertpapieren, die von der Quantitativen Lockerung betroffen sind, regressiert werden. Somit kann abgeschätzt werden, welchen Zinseffekt eine Ausweitung der Zentralbankbilanz hat. Der erste Ansatz ist nur verlässlich, wenn die Quantitative

Lockerung nicht schon vor der Ankündigung durch die Zentralbank von den Marktteilnehmern erwartet und eingepreist wurde. Der zweite Ansatz ist noch problematischer, da Maßnahmen der Quantitativen Lockerung in der Regel frühzeitig von der Zentralbank angekündigt werden und dementsprechend Zinseffekte bereits eingepreist werden, bevor die Bilanz der Zentralbank ausgeweitet wird. Insofern sind die Ergebnisse empirischer Analysen generell mit hoher Unsicherheit bezüglich der korrekten Identifikation des Zeitpunkts der Einpreisung der Maßnahme durch die Finanzmarktteilnehmer behaftet.

Die verfügbaren empirischen Studien kommen fast durchgehend zu dem Schluss, dass eine Quantitative Lockerung ein Abflachen der Zinskurve zur Folge hat. Die Stärke dieses Effekts schwankt von Studie zu Studie jedoch erheblich. Ausweislich Metastudien von Williams (2014) ist damit zu rechnen, dass ein Programm der Quantitativen Lockerung im Umfang von 600 Mrd. US-\$ – dies ist der Umfang der zweiten Runde der Quantitativen Lockerung der amerikanischen Zentralbank – die Rendite von 10-jährigen Staatsanleihen um 15 bis 25 Basispunkte senkt. Mit konventioneller Geldpolitik würde ein ähnlicher Effekt durch eine Leitzinssenkung um einen Prozentpunkt erreicht werden. Bezüglich der Transmission scheinen der Signalkanal und Portfoliokanal sowohl in den USA als auch in Großbritannien zu spielen, während in Japan vor allem der Signalkanal wichtig ist. Ob die Langfristzinsen nur temporär oder längerfristig gesenkt werden können, ist in der Literatur umstritten.

Die empirische Evidenz bezüglich der makroökonomischen Auswirkung einer Quantitativen Lockerung ist noch unsicherer als die Auswirkung auf das Zinsniveau. Studien zur Auswirkung der ersten beiden Runden der Quantitativen Lockerung der amerikanischen Zentralbank finden einen Effekt auf das reale Bruttoinlandsprodukt zwischen 0,3 und 3 Prozent und auf die Inflation zwischen 0 und 1 Prozent. Generell kommen die meisten Studien zu dem Schluss, dass die Inflationseffekte geringer sind als die realwirtschaftlichen Effekte. Auch für Großbritannien und Japan erkennen Studien sehr unterschiedliche makroökonomische Effekte von gar keiner Auswirkung auf das Bruttoinlandsprodukt und die Inflation bis zu einem moderaten Anstieg. In allen Studien sind die angegebenen Konfidenzbänder der geschätzten Effekte sehr groß.

In Studien zur Quantitativen Lockerung der amerikanischen Zentralbank zeigt sich außerdem, dass die erste Runde der Quantitativen Lockerung („QE1“) größere Auswirkungen hatte als die zweite Runde („QE2“). Dies könnte zum einen daran liegen, dass in der ersten Runde neben Staatsanleihen auch Wertpapiere aus dem Privatsektor aufgekauft wurden und somit sehr effektiv Risikoprämien reduziert wurden. Zum anderen könnte es eine Rolle spielen, dass die erste Runde der Quantitativen Lockerung in der akuten Phase der Finanzkrise stattfand und durch die Marktteilnehmer als Signal aufgefasst wurde, dass die Zentralbank eine Weltwirtschaftskrise wie in den 1930er Jahren verhindern würde.

Risiken und Nebenwirkungen

Während die kurzfristigen Effekte einer Quantitativen Lockerung anhand von Daten verschiedener Volkswirtschaften abgeschätzt werden können, ist es nicht möglich, die langfristigen Auswirkungen und mögliche Risiken empirisch zu analysieren. Keine Zentralbank ist bisher aus der Quantitativen Lockerung ausgestiegen. Daher gibt es keine Daten, die zeigen, wie sich ein solcher Ausstieg auswirkt. Des Weiteren kann die Quantitative Lockerung potenziell sehr langfristige Auswirkungen haben, so dass diese erst viele Jahre nach einem Ausstieg aus einer solchen Politik abschließend evaluiert werden können. Vor allem die Risiken und unerwünschten Nebenwirkungen einer Quantitativen Lockerung dürften Auswirkungen insbesondere in der mittleren bis langen Frist haben.

Die meisten Risiken sind vergleichbar mit denen einer ausgeprägten Niedrigzinsphase über einen längeren Zeitraum. Hierzu zählt insbesondere, dass lange Niedrigzinsphasen zu einer höheren Risikobereitschaft von Investoren führen („search for yield“). Dies ist gerade einer der Transmissionskanäle, über die die Politik der Quantitativen Lockerung die Konjunktur zu stimulieren versucht. Damit läuft die Geldpolitik indes Gefahr, dass sich systemische Risiken erhöhen, Vermögenspreisblasen bilden und es im schlimmsten Fall zu Finanzkrisen kommt. Im Vorfeld der globalen Finanzkrise hatten sich finanzielle Ungleichgewichte aufgebaut, das Kreditvolumen stieg massiv an und es kam zu einer Immobilienblase, was eine erhöhte Risikobereitschaft reflektierte. Es besteht somit die Gefahr, dass das Instrument, mit dem man die jüngste Finanzkrise bekämpfen möchte, selbst zu weiteren Verwerfungen am Finanzmarkt führen könnte. Diese Risiken einer ultraexpansiven Geldpolitik nehmen tendenziell zu, je länger die Niedrigzinsphase anhält. Ob diesen Risiken hinreichend mit makroprudentiellen Politikmaßnahmen entgegen gewirkt werden kann, wird sich zeigen. Es ist aber unwahrscheinlich, dass solche Maßnahmen eine Volkswirtschaft vollständig vor solchen Risiken schützen können, da regulatorische Maßnahmen in der Regel den Marktentwicklungen zeitlich hinterherhängen.

Weitere Risiken betreffen den Ausstieg aus einer Politik der Quantitativen Lockerung. Bisher hat man keine Erfahrung sammeln können, wie sich ein Ausstieg auswirkt. Die Zentralbank könnte die aufgekauften Wertpapiere bis zur Fälligkeit halten oder auch vorab verkaufen. Hier kann es zu Schwierigkeiten bezüglich des Ausstiegszeitpunktes kommen. Zieht die Inflation wieder spürbar an, so ist ein Ausstieg geboten. Dieser würde aber zu einem Renditeanstieg führen. Es könnte dementsprechend einen Zielkonflikt zwischen der Inflationsstabilisierung und der Gewährleistung von Finanzmarktstabilität geben, wenn ein Renditeanstieg beispielsweise zu einer Staatsschuldenkrise oder Refinanzierungsproblemen großer Finanzinstitutionen führen würde. Generell ist zu beachten, dass geldpolitische Maßnahmen zur Lösung struktureller makroökonomischer Probleme per se ungeeignet sind, sondern allenfalls temporär als zusätzliche Stabilisierungspolitik eingesetzt werden können, bis eine strukturelle Lösung voranschreitet. Je länger eine solche Politik praktiziert wird, desto größer wird das Risiko, dass strukturelle Lösungen der makroökonomischen Probleme im Euroraum verzögert werden.

Quantitative Lockerung in einer Währungsunion

Die Durchführung einer Quantitativen Lockerung durch die EZB unterscheidet sich substantiell von Maßnahmen der amerikanischen, britischen oder japanischen Zentralbanken, da sie in einer Währungsunion durchgeführt wird. Eine Quantitative Lockerung weicht die Grenzen zwischen Geld- und Fiskalpolitik weiter auf. Dies wäre insbesondere problematisch, wenn ein Land der Eurozone insolvent würde. In diesem Fall würde die Quantitative Lockerung zu direkten fiskalischen Transfers führen. Die Einschränkung einer gemeinsamen Haftung für den Ausfall von Wertpapieren wäre aufgehoben, wenn ein insolventer Staat eine Rekapitalisierung seiner Zentralbank nicht vornehmen kann oder will.

Im Vergleich zur britischen und amerikanischen Volkswirtschaft ist das Finanzsystem in der Eurozone außerdem stärker auf Banken als auf den Kapitalmarkt konzentriert. Da die Quantitative Lockerung über den Kapitalmarkt wirken soll, sind die positiven Auswirkungen dieser Politik in der Eurozone möglicherweise geringer, als in Volkswirtschaften, in denen der Kapitalmarkt eine größere Rolle spielt.

Abschließende Bewertung

Eine Politik der Quantitativen Lockerung kann aus theoretischer Sicht über ein niedrigeres Zinsniveau zu einer Erhöhung des Bruttoinlandsproduktes und der Inflation führen. Empirische Untersuchungen zeigen, dass tatsächlich ein Sinken des Zinsniveaus zu erwarten ist. In den letzten Monaten hat sich zudem bereits gezeigt, dass die Quantitative Lockerung zu einer Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar und anderen wichtigen Währungen geführt hat. Letztendlich dürfte all dies die Konjunktur stimulieren. Schätzungen dieser Effekte sind allerdings mit sehr großer Unsicherheit behaftet. Während sich diese positiven Effekte einer Quantitativen Lockerung empirisch analysieren lassen, sind die möglichen Risiken und Nebenwirkungen bisher kaum quantifizierbar. Diese umfassen vor allem Risiken für die Finanzmarktstabilität. Diese Risiken werden insbesondere in der mittleren und langen Frist auftreten und sind vorab schwer quantifizierbar. Allerdings deuten empirische Studien darauf hin, dass diese Risiken umso mehr zunehmen, je länger ausgeprägte Niedrigzinsphasen anhalten.

Alles in allem dürften die stimulierenden Wirkungen Quantitativer Lockerung auf die Konjunktur umso stärker sein, je höher das allgemeine Zinsniveau und die Verunsicherung an den Finanzmärkten sind. Da das allgemeine Zinsniveau im Euroraum bereits vor der Ankündigung des jüngsten Programms zur Quantitativen Lockerung der EZB sehr niedrig war und sich die Unsicherheit an den Finanzmärkten nicht auf einem deutlich erhöhtem Niveau befunden hatte, gehen wir davon aus, dass das Programm die Konjunktur im Euroraum nur wenig stimulieren wird. Wirkung dürfte es vor allem über eine Abwertung des effektiven Wechselkurses des Euro erzielen (siehe Kasten 2: „Quantitative Lockerung“ der EZB und die Entwicklung des effektiven Wechselkurses des Euro).

^a Für eine ausführliche Analyse siehe Gern et al. (2015b).

Kasten 2:**„Quantitative Lockerung“ der EZB und die Entwicklung des effektiven Wechselkurses des Euro**

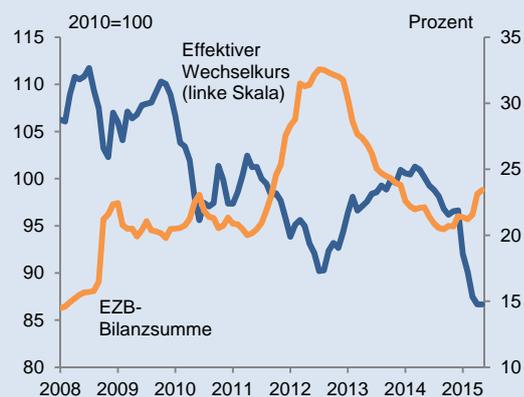
Die Kursentwicklung von Währungen wird häufig vor dem Hintergrund der Entwicklung der jeweiligen Geldmarktzinsen kommentiert, wobei ein Anstieg der Kurzfristzinsen in einem Währungsraum typischerweise eine Aufwertung der entsprechenden Währung nach sich zieht. Im Zuge der Finanzkrise hatten die wichtigsten Zentralbanken bis Anfang 2009 ihre Zinssenkungspotenziale mit Erreichen des „Zero Lower Bound“ jedoch ausgeschöpft und sind vermehrt zu Wertpapierkäufen auf Sekundärmärkten überwiegend für Staatsanleihen übergegangen (sogenannte „Quantitative Lockerung“). Aktuelles Beispiel in einer Reihe von Maßnahmen ist das am 22. Januar angekündigte Programm der Quantitativen Lockerung mit einem Gesamtvolumen von 1,1 Bill. Euro, wobei sich die monatlichen Käufe in Höhe von 60 Mrd. Euro vor allem auf Staatsanleihen konzentrieren und im Wesentlichen von den nationalen Zentralbanken getätigt werden. Im Gegensatz zum sogenannten *Securities Market Programme* und den *Outright Monetary Transactions* werden keine Maßnahmen ergriffen, um den Liquiditätseffekt zu neutralisieren. Neben dieser fehlenden Sterilisierung ist zudem beabsichtigt, die erworbenen Papiere bis zur Fälligkeit zu halten, weshalb hier nicht mehr von einer vorübergehenden Liquiditätsmaßnahme gesprochen werden kann. Der EZB-Präsident hat in der Pressekonferenz zur Begründung angegeben, dass bei unverändert hoher Arbeitslosigkeit und niedrigen Inflationserwartungen eine durchgreifende Erholung der Eurozone noch nicht zu erkennen ist.

Quantitative Lockerung kann aus theoretischer Sicht über mehrere Transmissionskanäle die Konjunktur stimulieren; insbesondere kann sie zu einer Reduktion der längerfristigen Zinsen führen und in Phasen hoher Unsicherheit an den Finanzmärkten zur Beruhigung der Märkte beitragen. Empirische Untersuchungen legen nahe, dass frühere Programme zur Quantitativen Lockerung vor allem dann eine sichtbare Wirkung auf die Konjunktur erzielten, wenn die Unsicherheit an den Finanzmärkten oder das allgemeine Zinsniveau recht hoch waren (siehe Kasten 1: „Quantitative Lockerung“: Transmission, Auswirkung und Risiken). Im Euroraum war das Zinsniveau vor dem Beginn des Programms zur Quantitativen Lockerung der EZB bereits sehr niedrig und die Situation an den Finanzmärkten nicht mehr von einer deutlich erhöhten Unsicherheit gekennzeichnet. Über diese Kanäle dürfte das Programm also allenfalls geringe stimulierende Wirkungen auf die Konjunktur haben. Als weiterer Transmissionskanal zur Konjunkturstimulierung kommt eine Abwertung der Währung in Betracht, die über eine Politik der Quantitativen Lockerung in Gang gesetzt wird. So gingen die Ankündigung und die Einführung des Wertpapieraufkaufprogramms der EZB jeweils mit Abwertungen des Euro einher. Empirisch ist die Wirkung Quantitativer Lockerung auf die Wechselkurse bisher nur vereinzelt untersucht worden; zum aktuellen Programm der EZB liegen diesbezüglich noch keine Studien vor.

Im Folgenden soll anhand einer empirischen Analyse die mögliche Wirkung des Programms der EZB auf den Wechselkurs des Euro abgeschätzt werden. Dazu wird die Entwicklung der Bilanzsumme der EZB ins Verhältnis zum effektiven Wechselkurs des Euro gesetzt. Die Entwicklung der Bilanzsumme der EZB (in Relation zum Bruttoinlandsprodukt) und des nominalen effektiven Wechselkurses des Euro gegenüber den 27 wichtigsten Handelspartnern zwischen 2008 und 2015 legt nahe, dass in der Tat ein Zusammenhang zwischen diesen beiden Größen besteht (Abbildung K2-1). Ein Anstieg der Bilanzsumme ging in diesem Zeitraum in der Regel mit einer Abwertung des effektiven Wechselkurses des Euro einher.

Mittels einer Regressionsanalyse kann der Zusammenhang zwischen der Bilanzsumme und des Wechselkurses genauer spezifiziert werden. Da die EZB bislang keine Steuerung des Außenwerts des Euro verfolgt hat, wird dabei von möglichen Endogenitätsproblemen abgesehen. Regressiert man die prozentuale

Abbildung K2-1:
Effektiver Wechselkurs des Euro und Bilanzsumme der EZB
2008–2015



Monatsdaten, EZB-Bilanzsumme: In Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: Bank for International Settlements, *BIS effective exchange rate indices*; Europäische Zentralbank, *Statistics Bulletin*; Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen.

Veränderung des effektiven Wechselkurses des Euro auf die Veränderung der Bilanzsumme in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, ergibt sich eine statistisch hoch signifikante Elastizität von etwa -0,6.^a Demnach würde ein Anstieg der EZB-Bilanzsumme in Relation zum Bruttoinlandsprodukt um einen Prozentpunkt zu einer Abwertung Euro um 0,6 Prozent führen. Da das Programm zur Quantitativen Lockerung in seiner derzeitigen Ausgestaltung die Bilanzsumme der EZB bis zum September 2016 um rund 10 Prozentpunkte in Relation zum Bruttoinlandsprodukt erhöhen wird, ergäbe sich daraus eine Abwertung des Euro um 6 Prozent. Allerdings müssen diese Ergebnisse sehr vorsichtig interpretiert werden. So unterliegen Wechselkursschwankungen einer Reihe von Einflussfaktoren, die in dieser empirischen Analyse nicht berücksichtigt wurden. Hinzu kommt, dass sich die konjunkturstimulierenden Wirkungen einer Abwertung nur dann einstellen, wenn die Abwertung über einen längeren Zeitraum anhält. Eine Einschätzung dazu kann die vorliegende Analyse nicht liefern. Entscheidend dafür ist unter anderem, ob die geldpolitischen Instanzen in anderen Währungsräumen die Aufwertung ihrer Währung gegenüber dem Euro hinnehmen. Alles in allem spricht jedoch einiges dafür, dass die Abwertung des Euro ein wichtiger Transmissionskanal für die Wirkung des Programms zur Quantitativen Lockerung der EZB auf die Konjunktur sein kann.

^aDie Regression wurde für den Zeitraum von Anfang 2008 bis zum April 2015 auf Basis von Monatsdaten durchgeführt. In der Regression wurden eine Konstante und die erste Verzögerung der Veränderung des Wechselkurses berücksichtigt. Die Residuen weisen keine Anzeichen für Autokorrelation auf. Die Veränderung der Bilanzsummen der Federal Reserve, der Bank of England und der Bank of Japan in Relation zum jeweiligen Bruttoinlandsprodukt weisen keinen statistisch signifikanten Zusammenhang mit dem Wechselkurs des Euro auf.

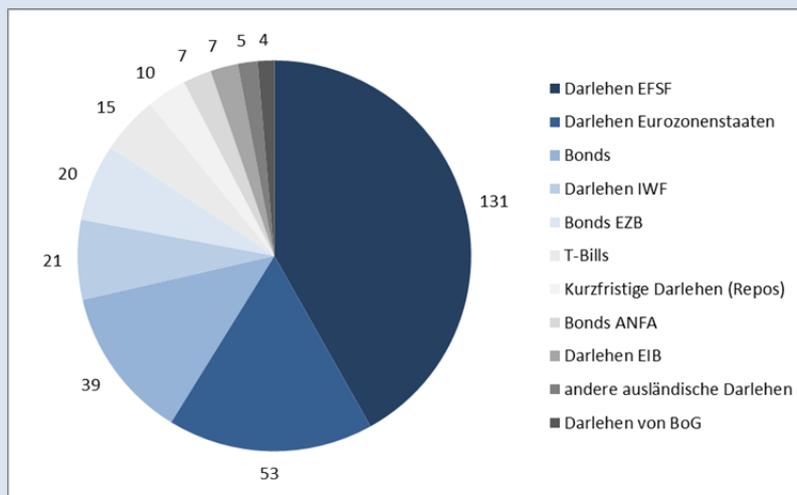
Kasten 3:**Griechenland am Scheideweg: Welche Grundlagen sind bei Zukunftsszenarien zu beachten?**

Griechenland wandte sich vom mit seinen Gläubigern vereinbarten Reformpfad trotz einer einsetzenden wirtschaftlichen Erholung ab, wodurch die Staatsschulden- und Wirtschaftskrise im Land erneut aufflammte. In den Verhandlungen zwischen Geldgebern und griechischer Regierung, die seit Anfang dieses Jahres andauern, ist es bislang nicht gelungen, die Unvereinbarkeit der Positionen aufzulösen. Somit droht weiterhin der Staatsbankrott, welcher allerdings unterschiedliche Formen annehmen kann.^a Die Gläubigerstruktur, die Risiken im griechischen Finanzsystem und der Außenhandel stellen wichtige Faktoren dar, die bei der Abwägung verschiedener Szenarien zu beachten sind und im Folgenden näher beleuchtet werden sollen.

Insgesamt ist die griechische Regierung mit etwa 312 Milliarden Euro verschuldet. Die größten Einzelgläubiger sind die EFSF (ca. 42 Prozent), die Eurozonenstaaten in bilateralen Darlehen (17 Prozent), der IWF (sieben Prozent) und die EZB (neun Prozent unter Einbeziehung der ANFA-Bonds). Zahlungsrückstände gegenüber Lieferanten und Angestellten sowie Garantieerklärungen des griechischen Staates sind hier noch nicht inbegriffen.

Die im Juni anfallenden Rückzahlungen an den IWF wurden auf Antrag Griechenlands zu einer Zahlung in Höhe von 1,5 Mrd. Euro, fällig am letzten Tag des Monats, zusammengefasst. Des Weiteren wird Griechenland wohl versuchen, am 19. Juni fällig werdende Schatzwechsel (T-Bills) im Wert von 1,6 Milliarden Euro zu überwälzen. Im Juli würden dann T-Bills im Wert von 3 Mrd. Euro fällig, während der IWF und das ESZB Zahlungen von 0,5 Milliarden bzw. 3,5 Milliarden fordern würden (Forelle et al 2015). Außerdem sind jeweils zum Monatsende Gehälter und Pensionen in Höhe von 2,2 Mrd. Euro zu zahlen.^b

Abbildung K3-1:
Staatsschulden Griechenlands 2005 (Mrd. Euro)



Quelle: Public Debt Management Agency.

Bei einer Nichtbedienung des IWF würde dieser aufgrund seiner Statuten Griechenland keine weiteren Mittel zur Verfügung stellen können. Binnen eines Monats würde formal die Überfälligkeit der Zahlung festgestellt (IWF 2012), was es anderen Gläubigern auf Grund von sog. Cross-default und Cross-acceleration-Klauseln erlauben würde, eine sofortige Rückzahlung ihrer ausstehenden Kredite zu verlangen (Glover 2015). Der genaue Zeitablauf beim IWF und die Ausübung der Klauseloptionen hängen aber von politischen Entscheidungen ab.^c Aus Sicht der Ratingagenturen (vgl. Jones 2015) zieht eine Nichtbedienung offizieller Gläubiger wie IWF und EZB nicht automatisch eine Abstufung auf Default-Niveau nach sich. Lediglich Moody's argumentiert für die Forderungen der EZB, dass die von der EZB gehaltenen Bonds prinzipiell frei handelbar seien und ein Zahlungsausfall hier ein eindeutiges Kreditereignis wäre. Sollten aber die T-Bills nicht ausgelöst werden, würde dies eine Abstufung auf Bankrotniveau nach sich ziehen. Die Nachfrage nach T-Bills dürfte auch dann drastisch sinken, wenn die EZB die Bereitstellung von Notfallliquidität (Emergency Liquidity Assistance, ELA) einstellen sollte.

Die meisten Szenarien für einen griechischen Staatsbankrott hätten direkte Auswirkungen auf die griechischen Finanzinstitute, welche im April 2015 griechische Staatspapiere im Gesamtwert von 22,677 Mrd. Euro in ihrer aggregierten Bilanz (Bank of Greece 2015) hielten. Ein Verlust dieses Betrages alleine wäre bei einem Eigenkapital vor Rückstellungen von 29,157 Mrd.^d aber bei einem großzügig gewählten Rekapitalisierungspfad wohl prinzipiell verkraftbar.^e Abhängig von der wirtschaftlichen Entwicklung und dem Umgang des Staates mit seinen unbezahlten Rechnungen dürften aber auch in beträchtlichem Umfang Darlehen an Private für die Banken ausfallen. Der IWF hält bereits jetzt über ein Drittel der griechischen Kredite für notleidend.^f Somit wären hier Zahlungsausfälle von 70 Mrd. Euro oder auch deutlich mehr möglich. Diesen Verlusten stünden nach Abschreibung der Staatspapiere noch ein Eigenkapital von 6,480 Mrd. sowie Verlustrückstellungen von 40,498 Mrd. gegenüber. Leider lässt sich aus der aggregierten Bilanz nicht ablesen, inwieweit das Fremdkapital aus von der Haftungskaskade ausgenommenen Positionen wie besicherten Anleihen oder Einlagen unter 100 000 Euro besteht. Damit ist auch die maximale Tragfähigkeit nicht sicher ableitbar.

Ein zweites Problem für die griechischen Banken ist der anhaltende Kapitalabzug: seit November 2014 zogen ausländische große Finanzinstitute 28,89 Mrd. ab, während die anderen Akteure ihre Depositen und Repos um 38,662 Mrd. Euro verringerten. Dies wurde bislang durch die griechische Zentralbank ausgeglichen, indem sie im gleichen Zeitraum zusätzliche 67,988 Mrd. zur Verfügung stellte. Dabei war die Bank of Greece auf eine erhebliche Ausweitung des Target2-Defizits angewiesen. Sollte diese Zahlungsbilanzfinanzierung nicht mehr möglich sein, würde jeder weitere Kapitalabfluss unmittelbar bei den betroffenen Geldinstituten zu Buche schlagen. Mit wachsenden Zweifeln an einem Verbleib Griechenlands im Euro steigt somit das Risiko eines beschleunigten Bank-runs, da die Einleger dann nicht nur Bail-in-Risiken trügen, sondern auch der Gefahr einer dramatischen Abwertung ausgesetzt wären. Insbesondere im Fall eines Euroaustritts würde sich die Regierung wohl zur Verhängung von Kapitalverkehrskontrollen und Abhebelimits genötigt sehen. Diese würden auch eine Umverteilung von Einlageeignern hin zu den Profituren Drachmen-finanzierter Staatsausgaben darstellen.

Die griechische Zentralbank müsste im Staatsbankrottfall 12,429 Mrd. Euro direkt abschreiben. Dies allein würde ihre Kapitaldeckung weit überschreiten. Weitere Verlustquellen wären als Sicherheit hinterlegte, vom griechischen Staat garantierte Papiere und anderweitig notleidend werdende Aktiva. Eine Quantifizierung der möglichen Verluste ist allerdings schwierig, da die Modalitäten für Sicherheiten, die im Zuge der ELA angenommen werden, nicht öffentlich sind.

Eine finanzielle Krise in Griechenland würde auch Folgen für den Außenhandel haben. Im Jahr 2014 machten Importe circa 27 Prozent des Bruttoinlandsprodukts aus, während sich die Exporte auf etwa 15 Prozent beliefen. Es war also ein Handelsdefizit von 20 Mrd. Euro zu verzeichnen. Die griechische Statistikbehörde weist für die ersten vier Monate in 2015 Handelsdefizite von durchschnittlich je 1,6 Mrd. aus. In fast allen von Eurostat (2015) differenzierten Branchen (Ausnahme: „Sonstige“) übersteigen die Einfuhren die Ausfuhren. Sollte die Saldenfinanzierung über das Zentralbanksystem ausfallen, wären also massive Einschränkungen bei den Importen zu erwarten.

^aInsbesondere könnte die griechische Regierung selektiv die Zahlungen nur an bestimmte Gläubiger einstellen, um den Schaden für das eigene Land und Bankensystem gering zu halten und die Kosten auf das Ausland abzuwälzen. — ^bIn 2014 beliefen sich die Staatsausgaben insgesamt auf rund 83 und die Einnahmen auf 78 Mrd. Euro. — ^cDass eine Beschleunigung kein Automatismus ist, bekräftigen z.B. Muehlbronner et al. (2015), welche darauf abstellen, dass Kreditausfälle Griechenlands aus den Garantien der anderen Eurostaaten gedeckt werden sollten. — ^dDa es sich nicht um eine konsolidierte Bilanz handelt, ist das wahre Eigenkapital wohl etwas niedriger, allerdings waren die entsprechenden beobachtbaren gegenläufigen Positionen mit zusammen 37 Mill. relativ klein (Aktien und anderes EK außer GMF-Anteile heimischer MFIs: 33 Mill. Euro, heimische GMF-Anteile: 4 Mill. Euro, keine Informationen über Anteile an kleinen Finanzinstituten). — ^eEin Großteil des Eigenkapitals der griechischen Banken besteht aus latenten Steuerrückforderungen. Ob dies zu einem Problem wird hängt von der genauen Vorgehensweise im Falle eines Staatsbankrotts ab. — ^f33,5 Prozent in 2014 laut World Bank (2015).

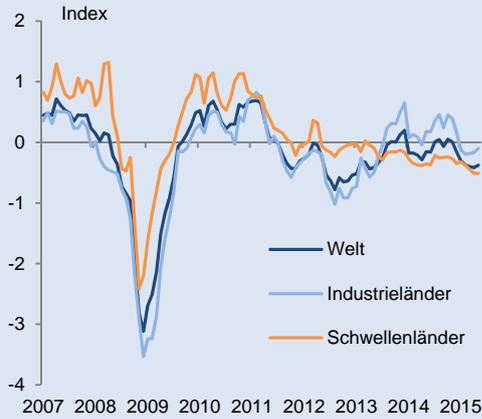
Datenanhang

Inhalt

1. Weltkonjunktur	17
2. Vereinigte Staaten	18
3. Japan	19
4. Euroraum	20
5. Vereinigtes Königreich	21
6. China	22
7. Schwellenländer	23
8. Überblickstabellen	24

1. Weltkonjunktur

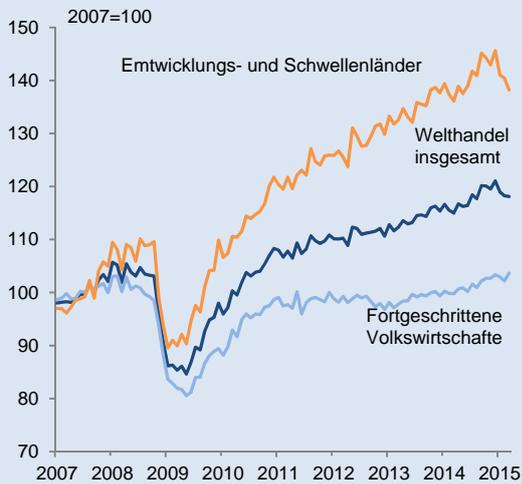
Abbildung 1.1:
Wirtschaftsklima nach Ländergruppen 2007–2015



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

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

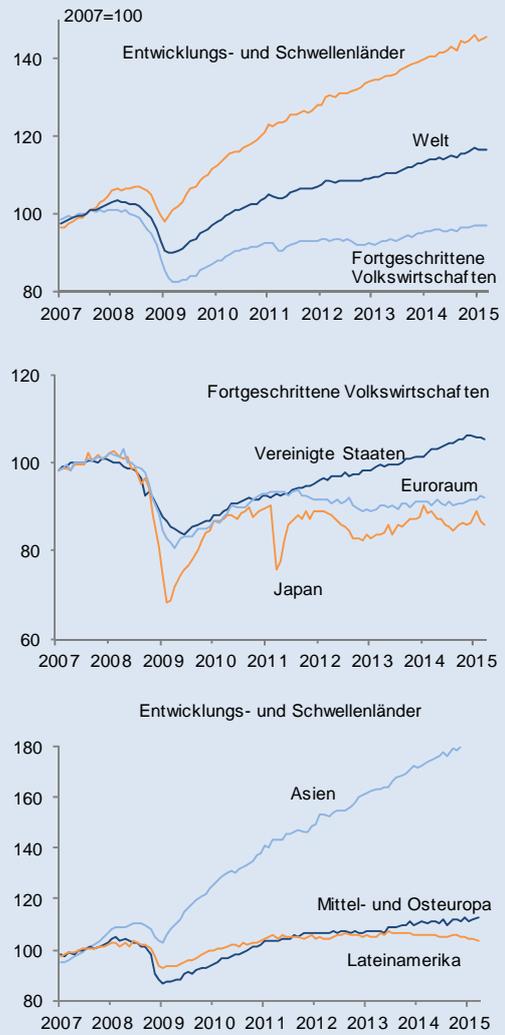
Abbildung 1.3:
Welthandel 2007–2015



Monatsdaten; preis- und saisonbereinigt.

Quelle: CPB, *World Trade Monitor*; eigene Berechnungen.

Abbildung 1.2:
Weltweite Industrieproduktion nach Ländergruppen und Regionen 2007–2015

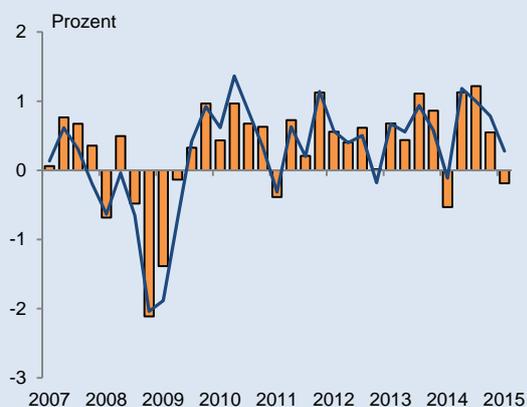


Monatsdaten; preis- und saisonbereinigt.

Quelle: CPB, *World Trade Monitor*; eigene Berechnungen.

2. Vereinigte Staaten

Abbildung 2.1:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung 2007–2015



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

Quelle: US Department of Commerce, *National Economic Accounts*.

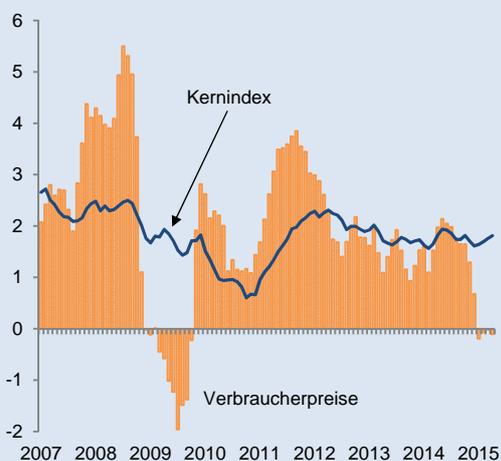
Abbildung 2.2:
Arbeitsmarkt 2007–2015



Monatsdaten; saisonbereinigt.

Quelle: US Department of Labor, *Employment Situation*.

Abbildung 2.3:
Verbraucherpreisanstieg 2007–2015



Monatswerte. Veränderung gegenüber dem Vorjahr. Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel.

Quelle: US Department of Labor, *Consumer Price Index*.

Tabelle 2.1:
Eckdaten zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2013–2016

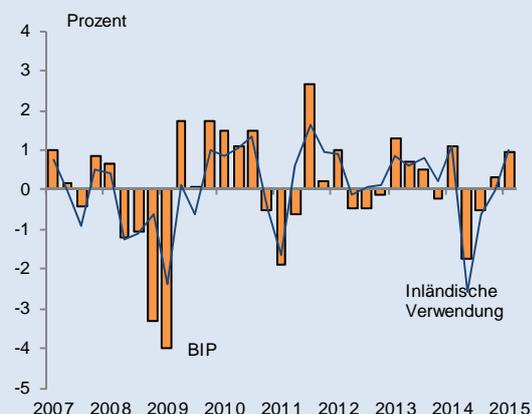
	2013	2014	2015	2016
Bruttoinlandsprodukt	2,2	2,4	2,2	3,2
Inländische Verwendung	1,9	2,5	2,9	3,3
Private Konsumausgaben	2,4	2,5	2,8	3,1
Konsumausgaben des Staates	-2,0	-0,2	0,8	1,7
Anlageinvestitionen	4,7	5,3	4,2	6,1
Ausrüstungen	4,6	6,4	4,7	5,4
Geistige Eigentumsrechte	3,4	4,8	6,1	5,0
Gewerbliche Bauten	-0,5	8,2	-1,0	7,0
Wohnungsbau	11,9	1,6	5,6	8,1
Vorratsveränderungen	0,1	0,1	0,2	0,0
Außenbeitrag	0,2	-0,2	-0,6	-0,1
Exporte	3,0	3,2	1,9	5,1
Importe	1,1	4,0	5,6	5,3
Verbraucherpreise	1,5	1,6	0,2	2,5
Arbeitslosenquote	7,4	6,2	5,3	5,0
Leistungsbilanzsaldo	-2,4	-2,4	-2,8	-3,0
Budgetsaldo (Bund)	-4,1	-2,8	-2,8	-2,9

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.

3. Japan

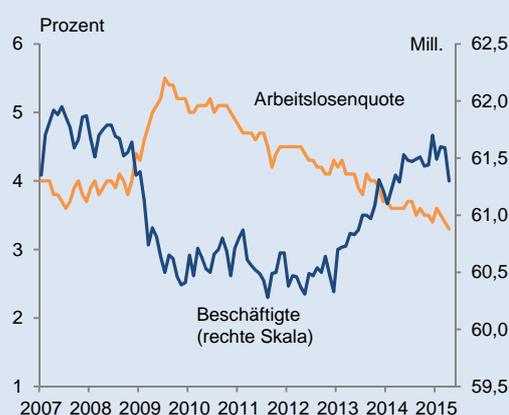
Abbildung 3.1:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung 2007–2015



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

Quelle: Cabinet Office, *Quarterly Estimates of GDP*.

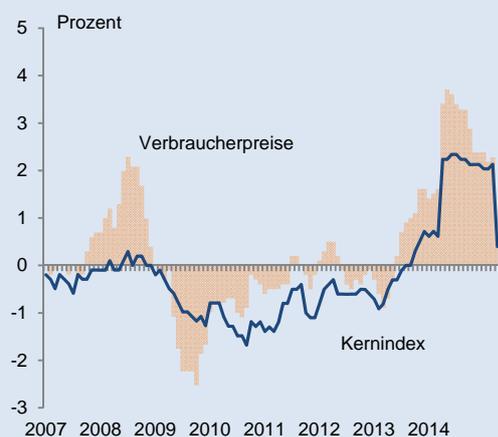
Abbildung 3.2:
Arbeitsmarkt 2007–2015



Monatsdaten; saisonbereinigt.

Quelle: Department of Labor, *Labor Force Survey*.

Abbildung 3.3:
Verbraucherpreisanstieg 2007–2015



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

Quelle: Statistics Bureau of Japan, *Consumer Price Index*.

Tabelle 3.1:
Eckdaten zur Konjunktur in Japan 2013–2016

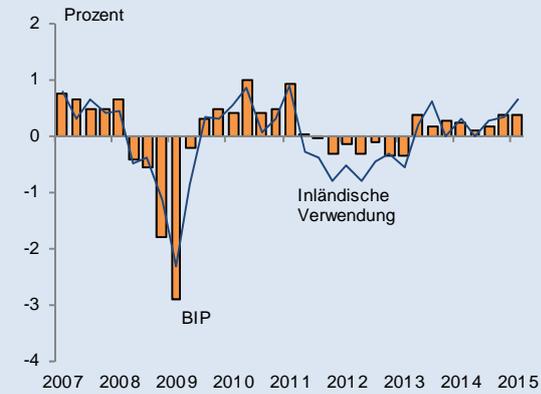
	2013	2014	2015	2016
Bruttoinlandsprodukt	1,6	-0,1	1,2	1,4
Inländische Verwendung	1,9	-0,4	0,5	1,1
Private Konsumausgaben	2,1	-1,3	0,0	1,0
Konsumausgaben des Staates	1,9	0,3	0,7	0,5
Anlageinvestitionen	3,1	2,5	0,4	1,9
Unternehmensinvestitionen	0,6	3,6	2,7	3,9
Wohnungsbau	8,7	-4,9	-4,3	2,0
Öffentliche Investitionen	7,9	3,8	-4,1	-4,9
Lagerinvestitionen	-0,4	0,1	0,3	0,0
Außenbeitrag	-0,4	0,2	0,4	0,2
Exporte	1,1	8,4	7,5	4,1
Importe	3,0	7,4	4,2	2,8
Verbraucherpreise	0,4	2,7	0,9	1,2
Arbeitslosenquote	4,0	3,6	3,5	3,4
Leistungsbilanzsaldo	0,7	0,5	2,6	2,5
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo	-8,5	-7,7	-7,0	-6,2

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.

4. Euroraum

Abbildung 4.1:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung 2007–2015



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

Quelle: Eurostat, VGR.

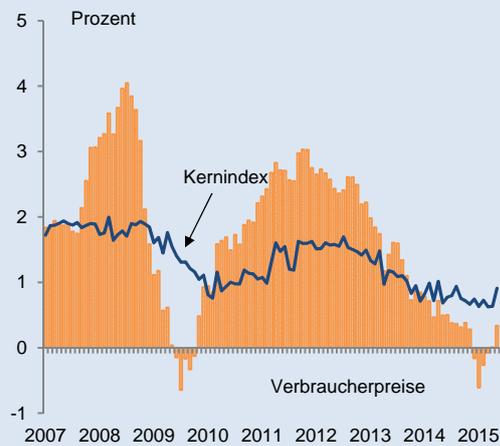
Abbildung 4.2:
Arbeitsmarkt 2007–2015



Monatsdaten; saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, Arbeitsmarktstatistik, EZB, Monatsbericht.

Abbildung 4.3:
Verbraucherpreisanstieg 2007–2015



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

Quelle: Eurostat, Preisstatistik.

Tabelle 4.1:
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2013–2016

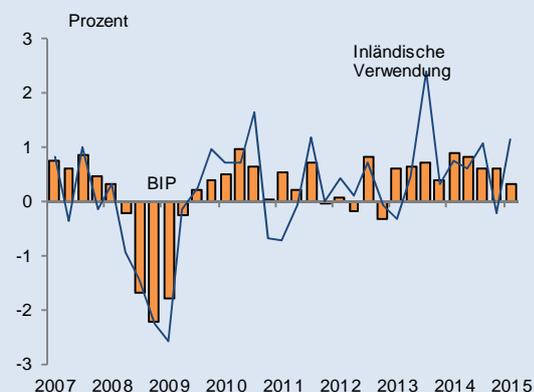
	2013	2014	2015	2016
Bruttoinlandsprodukt	-0,3	0,9	1,5	1,8
Inländische Verwendung	-0,7	0,9	1,4	1,4
Private Konsumausgaben	-0,6	1,0	1,5	1,4
Konsumausgaben des Staates	0,2	0,6	1,0	0,8
Anlageinvestitionen	-2,3	1,1	1,8	2,7
Vorratsveränderungen	0,0	-0,1	0,0	-0,2
Außenbeitrag	0,4	0,0	0,1	0,5
Exporte	2,1	3,7	3,9	5,3
Importe	1,3	4,0	4,2	4,5
Verbraucherpreise	1,3	0,4	0,3	1,3
Arbeitslosenquote	11,9	11,6	11,1	10,5
Leistungsbilanzsaldo	2,2	2,4	2,8	3,0
Budgetsaldo	-3,0	-2,5	-2,1	-1,9

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

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

5. Vereinigtes Königreich

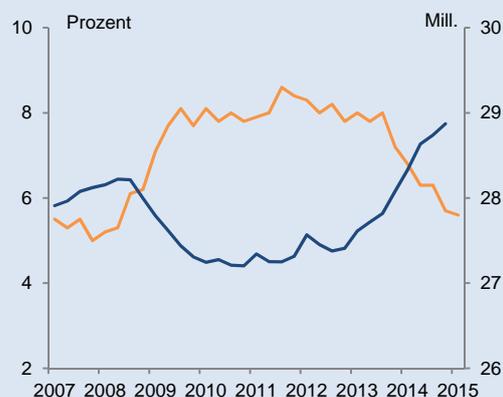
Abbildung 5.1:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung 2007–2015



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

Quelle: Office for National Statistics, *Economy*.

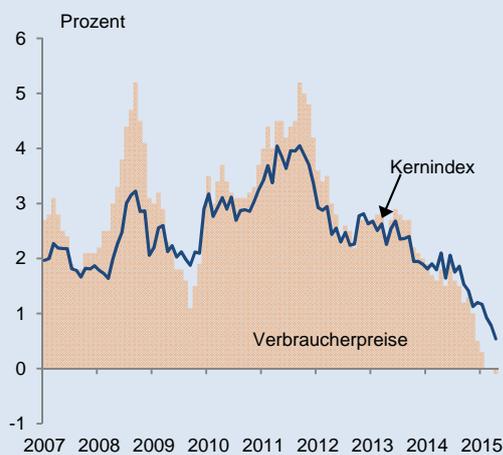
Abbildung 5.2:
Arbeitsmarkt 2007–2015



Quartalsdaten; saisonbereinigt.

Quelle: Office of National Statistics, *Economy*.

Abbildung 5.3:
Verbraucherpreisanstieg 2007–2015



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

Quelle: Office for National Statistics, *Economy*.

Tabelle 5.1:
Eckdaten zur Konjunktur im Vereinigten Königreich
2013–2016

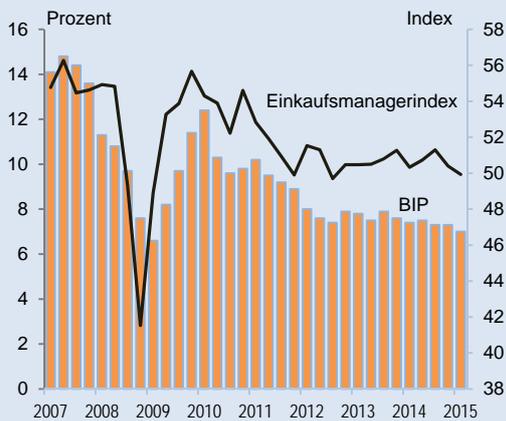
	2013	2014	2015	2016
Bruttoinlandsprodukt	1,7	2,8	2,5	2,5
Inländische Verwendung	1,0	1,7	3,3	2,8
Private Konsumausgaben	1,5	2,5	2,7	2,3
Konsumausgaben des Staates	0,9	1,7	1,2	0,1
Anlageinvestitionen	1,4	8,0	5,4	6,0
Vorratsveränderungen	0,0	0,2	0,1	0,0
Außenbeitrag	0,1	-0,5	-0,3	0,0
Exporte	0,8	0,6	3,0	3,4
Importe	0,4	2,2	4,1	3,3
Verbraucherpreise	2,6	1,5	0,6	1,5
Arbeitslosenquote	7,6	6,2	5,0	4,5
Leistungsbilanzsaldo	-4,5	-5,5	-4,5	-4,2
Budgetsaldo	-5,5	-5,3	-4,1	-3,1

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

Quelle: UK Office for National Statistics, *Economy*; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

6. China

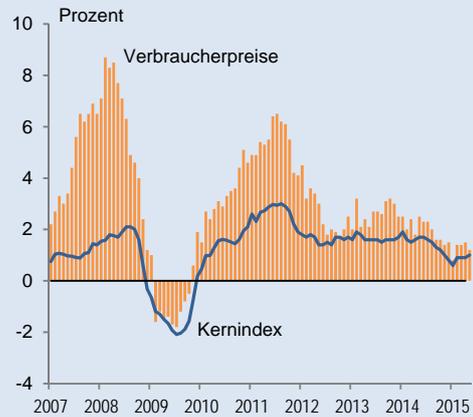
Abbildung 6.1:
Bruttoinlandsprodukt und Einkaufsmanagerindex
2007–2015



Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber der Vorjahresperiode.

Quelle: Nationales Statistikamt der Volksrepublik China; eigene Berechnungen.

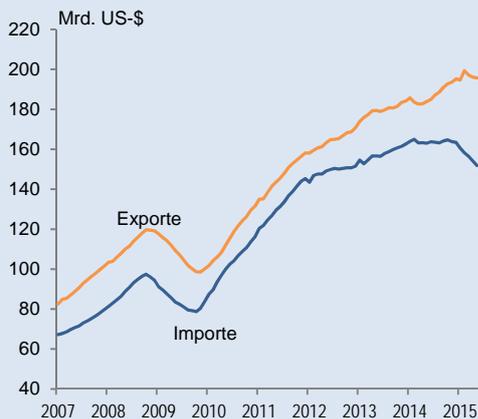
Abbildung 6.2:
Verbraucherpreise 2007–2015



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

Quelle: Nationales Statistikamt der Volksrepublik China.

Abbildung 6.3:
Außenhandel 2007–2015



Monatswerte, gleitendes Mittel (12 Monate).

Quelle: Chinesischer Zoll; eigene Berechnungen.

Tabelle 6.1:
Eckdaten zur Konjunktur in China 2013–2016

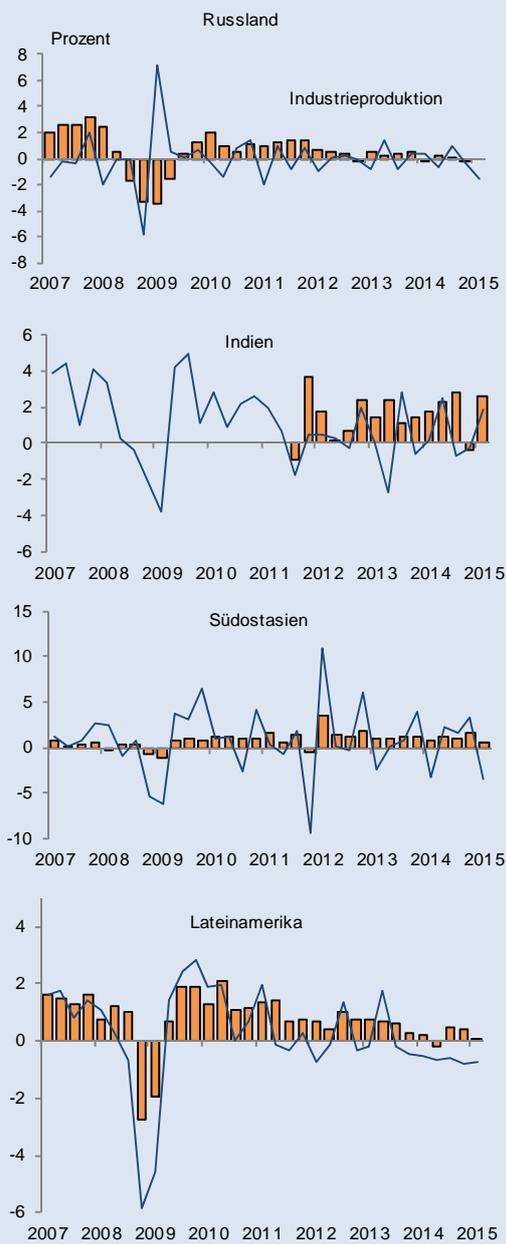
	2013	2014	2015	2016
Bruttoinlandsprodukt	7,8	7,4	6,6	6,3
Verbraucherpreise	2,6	2,0	1,5	2,0
Arbeitslosenquote	4,1	4,1	4,1	4,1
Leistungsbilanzsaldo	1,9	2,0	2,8	3,0
Budgetsaldo	-1,1	-1,1	-2,5	-2,5

Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorjahr, Prozent. Verbraucherpreise: Index, Veränderung gegenüber dem Vorjahr, Prozent. Arbeitslosenquote: Anteil an den Erwerbsspersonen. Budgetsaldo und Leistungsbilanz: in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: IWF, *World Economic Outlook*, April 2015; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

7. Übrige Schwellenländer

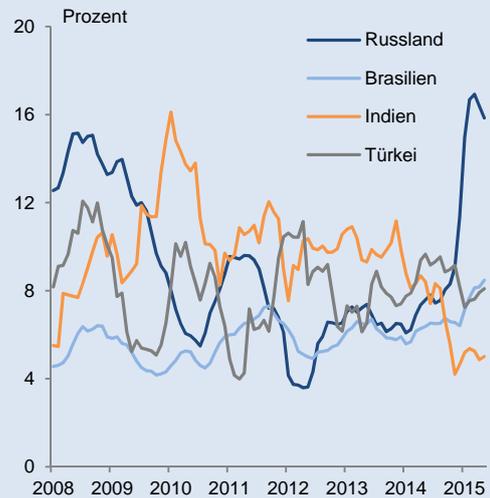
Abbildung 7.1:
Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion 2007–2015



Quartalsdaten: preis- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal; Südostasien: gewichteter Durchschnitt für Indonesien, Thailand, Malaysia und Philippinen; Lateinamerika: 4.Quartal 2014 und 1. Quartal 2015 teilweise geschätzt.

Quelle: IMF, *International Financial Statistics*; nationale statistische Ämter; eigene Berechnungen.

Abbildung 7.2:
Verbraucherpreise 2008–2015



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, MOPSI *Indien*.

Abbildung 7.3:
US-Dollar-Wechselkurse 2007–2015



Wöchentliche Daten. Letzter Wert: 15.06.2015.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

8. Überblickstabellen

Tabelle 8.1:
Rahmendaten für die Konjunkturprognose 2014–2016

	2014				2015				2016			
	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	0,2	0,5	0,8	1,0	1,3	1,8
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
Euroraum	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Wechselkurse												
US-Dollar/Euro	1,37	1,37	1,33	1,25	1,13	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11	1,11
Yen/US-Dollar	102,5	102,5	103,2	114,4	119,1	122,2	122,0	122,0	122,0	122,0	122,0	122,0
Ölpreis (Brent) in US-Dollar	107,9	109,8	102,1	76,0	54,1	62,1	68,0	71,0	73,0	74,0	75,0	75,0
HWWI-Index für Industrierohstoffe	91,1	90,0	90,5	84,5	76,2	74,8	75,0	76,9	78,8	80,8	82,8	84,9

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 Bank, *Intended Federal Funds Rate*; EZB, *Monatsbericht*; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

Tabelle 8.2:
Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2014–2016

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Europäische Union	40,8	1,3	1,8	2,0	0,6	0,3	1,3	10,2	9,6	9,0
Euroraum	29,6	0,9	1,5	1,8	0,4	0,3	1,3	11,6	11,1	10,5
Vereinigtes Königreich	6,5	2,8	2,5	2,5	1,5	0,6	1,5	6,2	5,0	4,5
Schweden	1,3	2,1	2,7	2,8	0,1	0,4	1,2	7,9	7,7	7,4
Polen	1,2	3,4	3,2	3,5	0,2	-0,6	0,9	9,0	7,6	6,5
Schweiz	1,5	2,0	1,3	2,1	0,0	-0,7	0,0	4,5	4,5	4,3
Norwegen	1,1	2,2	1,4	1,2	2,0	1,5	2,1	3,5	3,8	3,7
Vereinigte Staaten	38,7	2,4	2,2	3,2	1,6	0,2	2,5	6,2	5,3	5,0
Kanada	3,9	2,4	1,7	2,5	1,9	1,2	2,2	6,9	6,7	6,5
Japan	10,7	-0,1	1,2	1,4	2,7	0,9	1,2	3,6	3,5	3,4
Australien	3,2	2,9	2,5	2,5	2,5	1,7	2,4	6,1	6,3	6,0
Südkorea	2,9	3,6	3,9	4,0	1,3	1,5	2,2	3,5	3,3	3,2
Aufgeführte Länder	100,0	1,9	2,1	2,7	1,4	0,5	2,0	7,5	7,0	6,6

Prozent. Gewicht gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2014 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 8.3:
Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den EU-Ländern 2014–2016

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Deutschland	20,9	1,6	1,8	2,1	0,9	0,6	1,7	5,0	4,7	4,3
Frankreich	15,3	0,2	1,1	1,4	0,6	0,3	1,1	10,3	10,5	10,3
Italien	11,6	-0,4	0,6	1,1	0,2	0,2	1,0	12,7	12,7	12,5
Spanien	7,6	1,4	2,8	2,5	-0,2	-0,1	1,1	24,5	22,3	20,8
Niederlande	4,7	0,9	2,0	1,7	0,3	0,0	1,2	7,4	7,0	6,6
Belgien	2,9	1,1	1,0	1,8	0,5	0,0	1,3	8,5	8,4	8,0
Österreich	2,4	0,3	0,8	1,9	1,5	0,9	1,8	5,6	5,5	5,0
Finnland	1,5	-0,1	0,5	1,6	1,2	0,5	1,4	8,7	9,5	9,2
Griechenland	1,3	0,8	-1,0	1,0	-1,4	-1,0	0,6	26,6	26,5	25,0
Portugal	1,2	0,9	1,2	1,5	-0,2	0,1	1,0	14,1	12,8	11,7
Irland	1,3	4,8	3,0	3,5	0,3	-0,1	1,1	11,3	9,3	7,5
Slowakei	0,5	2,4	3,3	4,0	-0,1	0,1	1,5	13,2	11,8	10,9
Luxemburg	0,3	3,4	2,5	3,3	0,7	0,0	1,4	5,9	5,7	5,7
Slowenien	0,3	2,6	2,5	3,0	0,4	-0,2	0,4	9,7	9,4	8,5
Litauen	0,3	2,9	2,0	3,0	0,2	-0,6	0,6	10,7	9,0	8,0
Lettland	0,2	2,4	2,6	3,5	0,7	0,3	1,6	10,9	10,0	9,0
Estland	0,1	2,1	2,3	3,4	0,5	-0,1	1,2	7,4	5,9	5,0
Zypern	0,1	-2,3	-0,5	1,0	-0,3	-0,2	0,5	16,1	15,6	14,5
Malta	0,1	3,5	3,6	3,2	0,8	0,9	1,7	5,9	5,8	5,6
Vereinigtes Königreich	16,0	2,8	2,5	2,5	1,5	0,6	1,5	6,2	5,0	4,5
Schweden	3,1	2,1	2,7	2,8	0,1	0,4	1,2	7,9	7,7	7,4
Polen	3,0	3,4	3,2	3,5	0,2	-0,6	0,9	9,0	7,6	6,5
Dänemark	1,8	1,1	1,8	2,0	0,3	0,2	1,3	6,5	6,0	5,5
Tschechien	1,1	2,0	2,8	2,8	0,4	0,5	1,5	6,1	5,7	5,0
Rumänien	1,1	2,8	3,0	4,0	1,4	1,1	2,3	6,8	6,5	6,2
Ungarn	0,7	3,6	2,6	2,0	0,0	-0,4	2,5	7,7	7,3	7,1
Kroatien	0,3	-0,4	0,4	1,0	0,2	-0,2	0,8	17,4	17,0	16,0
Bulgarien	0,3	1,7	2,5	2,5	-1,6	-1,1	0,7	11,4	10,0	9,4
Europäische Union	100,0	1,3	1,8	2,0	0,6	0,3	1,3	10,2	9,6	9,0
<i>Nachrichtlich:</i>										
Europäische Union 15	91,8	1,2	1,7	1,9	0,6	0,3	1,3	10,4	9,8	9,3
Beitrittsländer	8,2	2,7	2,7	3,1	0,0	0,0	0,2	9,0	8,3	7,6
Euroraum	72,6	0,9	1,5	1,8	0,4	0,3	1,3	11,6	11,1	10,5
Euroraum ohne Deutschland	51,7	0,6	1,3	1,7	0,3	0,2	1,1	14,0	13,4	12,7

Prozent. Gewicht: auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2014. 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.

Tabella 8.4:
Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in ausgewählten Schwellenländern 2013–2016

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
		2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
Indonesien	6,1	5,6	5,0	5,0	5,0	6,4	6,4	6,6	4,9
Thailand	2,2	2,9	0,7	3,5	4,0	2,2	1,9	-0,3	2,0
Philippinen	1,6	7,2	6,1	6,0	5,5	2,9	4,2	2,1	3,5
Malaysia	1,7	4,7	6,0	5,0	5,0	2,1	3,2	2,2	3,6
Insgesamt	11,5	5,2	4,5	4,8	4,9	4,5	4,8	4,0	4,0
China	39,9	7,8	7,4	6,6	6,3	2,6	2,0	1,5	2,0
Indien	16,7	6,9	7,2	7,4	7,4	10,9	6,4	4,5	5,5
Asien insgesamt	68,1	7,1	6,9	6,5	6,3	5,0	3,5	2,7	3,2
Brasilien	7,4	2,7	0,1	-0,5	1,0	6,2	7,2	8,3	6,0
Mexiko	4,8	1,4	2,1	2,5	3,0	3,8	4,0	3,0	3,0
Argentinien	2,1	2,9	0,5	-1,0	0,0	10,6	20,0	20,0	20,0
Kolumbien	1,4	4,9	4,6	3,5	4,0	2,0	2,9	4,4	3,0
Chile	0,9	4,3	1,8	2,5	3,3	1,8	4,4	4,1	3,0
Peru	0,8	5,8	2,4	3,0	4,2	2,8	3,2	3,5	3,0
Venezuela	1,2	1,3	-4,0	-4,0	-1,0	40,6	57,0	60,0	60,0
Lateinamerika insgesamt	18,8	2,7	0,9	0,6	1,8	7,6	10,4	10,9	9,8
Russland	8,1	1,3	0,4	-3,0	0,5	6,8	7,8	15,0	8,0
Türkei	3,4	4,1	2,9	2,8	3,4	7,5	8,9	7,0	7,5
Südafrika	1,6	1,9	1,5	2,0	2,5	5,8	6,1	5,0	5,5
Aufgeführte Länder	100,0	5,6	5,0	4,4	4,8	5,7	5,4	5,4	5,0

Prozent. Gewicht: gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2014 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.

Literatur

- Bank of Greece (2015). Aggregated balance sheets of monetary financial institutions. Via Internet (16. Juni 2015) <<http://www.bankofgreece.gr/Pages/en/Statistics/monetary/nxi.aspx>>.
- EUROFRAME (2015). Euro Growth Indicator. Via Internet (16. Juni 2015) <<http://euroframe.org/indicator/euro-growth-indicator-june-2015.html>>.
- Europäische Kommission(2015). Making the Best Use of the Flexibility Within the Existing Rules of the Stability and Growth Pact. Communication from the Commission to the European Parliament, the council, the European Central Bank, the Economic and Social Committee, the Committee of the Regions and the European Investment Bank. Com (2015) 12.
- Eurostat (2015). Intra and Extra-EU trade by Member State and by product group. <http://app.sso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=ext_lt_intratrd&lang=en>.
- Forelle, C., P. Minczeski und E. Bentley (2015). Greece's Debt Due: What Greece Owes When. Wall Street Journal. Via Internet (16. Juni 2015) <<http://graphics.wsj.com/greece-debt-timeline/>>.
- Gern, K.-J., N. Jannsen, S. Kooths und M. Plödt (2015a). Weltkonjunktur zieht allmählich an. Kieler Konjunkturberichte 2015|Q1. Via Internet (15. Juni 2015) <https://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/konjunkturprognosen/konjunkt/2015/konjunkturprognosen_welt_fruhjahr-2015.pdf>.
- Gern, K.-J., N. Jannsen, S. Kooths und M. Wolters (2015b). Quantitative Easing carried out by the US Fed, the Bank of England and the Bank of Japan: What are the key policy messages relevant for the euro area that can be drawn from these experiences? In-Depth Analysis in preparation for the Monetary Dialogue for the European Parliament, 25 pp. Via Internet (15. Juni 2015) <https://polcms.secure.europarl.europa.eu/cmsdata/upload/b7278e81-bb5a-4aef-86ab-a0d208c96b7c/IfW_KIEL_QE_FINAL.pdf>.
- Glover, John (2015). Greek Default for Dummies: Questions on Creditors Answered. Bloomberg. Via Internet (16. Juni 2015) <http://www.efsf.europa.eu/attachments/2015_02_24_MOODY_EFSF_GR.pdf>.
- Groen, J., und P. Russo (2015). The Myth of First-Quarter Residual Seasonality. Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York, 8. Juni. Via Internet (15. Juni 2015) <<http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2015/06/the-myth-of-first-quarter-residual-seasonality.html#.VXn0IE3z7De>>.
- Hellenic Statistical Authority (2015). Greece, Trade Balance. Via Internet (16. Juni 2015) <http://www.statistics.gr/portal/page/portal/ESYE/PAGE-themes?p_param=A0902&r_param=SFC02&y_param=2015_04&mytabs=0>.
- IWF (2012). Review of the Fund's Strategy on Overdue Financial Obligations. Via Internet (16. Juni 2015) <<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/082012.pdf>>.
- Jones, Marc (2015). Ratings Agencies say no default if Greece misses ECB, IMF payments. Via Internet (16. Juni 2015) <http://www.efsf.europa.eu/attachments/2015_02_24_MOODY_EFSF_GR.pdf>.
- Muehlbronner, K., T. Nestmann, D. Hornung, Y. Lemay und A. Wilson (2015). European Financial Stability Facility (EFSF): No Impact on Creditworthiness even in a Greek Restructuring Scenario. Moody's Investors Service, Issuer Comment. Via Internet (16. Juni 2015) <http://www.efsf.europa.eu/attachments/2015_02_24_MOODY_EFSF_GR.pdf>.
- OECD (2014). *Economic Outlook* 96. November. Paris.
- Rudebusch, G.D., D. Wilson und T. Mahedy (2015). The Puzzle of Weak First-Quarter GDP Growth. FRBSF Economic Letter 2015-16. Via Internet (15. Juni 2015) <<http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2015/may/weak-first-quarter-gdp-residual-seasonality-adjustment/>>.
- Williams, J.C. (2014). Monetary Policy at the Zero Lower Bounds: Putting Theory into Practice. Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy at Brookings, January 16. Via Internet (16. Juni 2015) <<http://www.brookings.edu/~media/research/files/papers/2014/01/16%20monetary%20policy%20zero%20lower%20bound/16%20monetary%20policy%20zero%20lower%20bound%20williams>>.
- World Bank (2015). Bank nonperforming loans to total gross loans. Via Internet (16. Juni 2015) <<http://data.worldbank.org/indicator/FB.AST.NPER.ZS/countries>>.