



Weltkonjunktur im Frühjahr 2016

Kieler Konjunkturberichte Nr. 15 (2016 | Q1)

Inhalt

Getrübte Aussichten für die Weltkonjunktur	1
Überblick	1
Ölpreisrückgang: Fluch oder Segen?	4
<i>Kasten 1: Zu den Ursachen der jüngsten Ölpreisentwicklungen</i>	5
Finanzmarkturbulenzen trüben den Ausblick	10
Niedriger Preisauftrieb – Deflationsängste unbegründet	11
Geldpolitik in der Expansionsfalle?	12
Finanzpolitik konsolidiert nicht mehr	14
Ausblick: Weltkonjunktur nimmt nur allmählich Fahrt auf	14
Die Prognose im Einzelnen	18
USA: Leicht gebremste Konjunktur, aber Auftriebskräfte intakt	18
<i>Kasten 2: Produktionspotenzial und Produktionslücke in den Vereinigten Staaten</i>	21
Schwache konjunkturelle Dynamik in Japan	26
Leicht beschleunigte Expansion in der Europäischen Union	29
<i>Kasten 3: Zu den möglichen Auswirkungen eines „Brexit“</i>	32
Schwächephase in den Schwellenländern dauert an	35
Literatur	44

Getrübte Aussichten für die Weltkonjunktur

Klaus-Jürgen Gern, Philipp Hauber, Nils Jannsen, Stefan Kooths, Martin Plödt und Maik Wolters

Die weltwirtschaftliche Dynamik hat sich zuletzt abgeschwächt. Im weiteren Verlauf dieses Jahres und im nächsten Jahr dürfte die Weltwirtschaft zwar allmählich wieder an Fahrt gewinnen, doch bleibt die konjunkturelle Dynamik vorerst gering. Durch die niedrigeren Ölpreise haben sich die Aussichten für die Weltkonjunktur nicht verbessert. Sie reflektieren nicht zuletzt eine schwache Nachfrage, zudem sind die dämpfenden Wirkungen in den Ölexportländern beträchtlich. Gebremst wird die Konjunktur derzeit außerdem durch eine erhöhte wirtschaftliche Unsicherheit. Die Zunahme der Weltproduktion gerechnet auf Basis von Kaufkraftparitäten wird in diesem Jahr mit einer Rate von 2,9 Prozent noch etwas geringer ausfallen als im vergangenen Jahr. Damit haben wir unsere Prognose vom Dezember um 0,5 Prozentpunkte reduziert. Für das kommende Jahr erwarten wir einen Zuwachs der Weltproduktion um 3,4 Prozent (Dezember: 3,7 Prozent). In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften erhöht sich angesichts verstärkter zunehmender Einkommen und einer weiterhin sehr expansiven Geldpolitik sukzessive die konjunkturelle Dynamik. In den Schwellenländern sind die wirtschaftlichen Probleme vielfach nicht nur konjunktureller sondern struktureller Natur. Hier dürfte sich die derzeit sehr schwache, zum Teil sogar rezessive Entwicklung im Prognosezeitraum zwar verbessern, im längerfristigen Vergleich bleibt der Produktionsanstieg aber sehr moderat.

Überblick

Im Frühjahr 2016 ist der weltwirtschaftliche Ausblick von großer Unsicherheit geprägt.

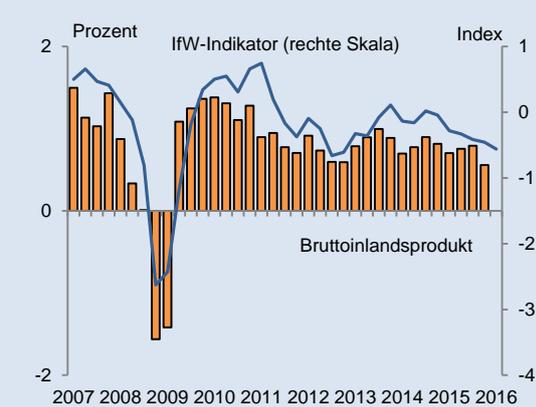
Zu Beginn des Jahres fielen die Erdölpreise auf das niedrigste Niveau seit 12 Jahren. Gleichzeitig gaben die Aktienkurse in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften deutlich nach, was der Interpretation des Ölpreisverfalls als Signal für eine Abschwächung der weltweiten Nachfrage Auftrieb gab. Vor allem eine Reihe von ungünstigen Wirtschaftsdaten aus China gab den Konjunkturpessimisten Nahrung, aber auch die schwindende Dynamik der Industrieproduktion in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Eine gravierende Abkühlung der Wirtschaft in China würde die Weltkonjunktur spürbar belasten ([Gern et al. 2015a](#)), zumal sich die wirtschaftlichen Probleme in den rohstoffproduzierenden Ländern mit erneut sinkenden Rohstoffpreisen weiter zu verschärfen drohen. Das Risiko, dass erhebliche Abschreibungen auf Kredite notwendig werden, die an Rohstoffexportländer oder Unternehmen im Rohstoffsektor vergeben wurden, ist stark gestiegen und wohl auch ein Grund dafür, dass die Aktienkurse von Banken besonders gelitten haben. In diesem Umfeld ist ein geordneter Ausstieg aus der extrem expansiven Geldpolitik durch die Notenbanken der großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften in weite Ferne gerückt, und die Unsicherheit über den weiteren Kurs der Geldpolitik hat sich erhöht.

Die weltwirtschaftliche Expansion war im Verlauf des Jahres 2015 sehr moderat.

Nachdem die Weltproduktion im zweiten Halbjahr 2014 etwas an Schwung gewonnen hatte, verlangsamte sich die Expansion zu Beginn des vergangenen Jahres auf eine Quartalsrate von rund 0,7 Prozent und blieb im Jahresverlauf bei

einem im historischen Vergleich recht moderaten Tempo. Im vierten Quartal stieg das globale Bruttoinlandsprodukt mit lediglich 0,6 Prozent, der niedrigsten Rate seit drei Jahren (Abbildung 1). Der IfW-Indikator für die weltwirtschaftliche

Abbildung 1:
Weltwirtschaftliche Aktivität 2007–2016



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.

Aktivität, der auf der Basis von Stimmungsindikatoren aus 42 Ländern berechnet wird, signalisiert für das erste Quartal 2016 eine nochmals leicht verringerte Dynamik. Maßgeblich hierfür ist, dass sich die Stimmung in den Schwellenländern wieder deutlich eingetrübt hat, während sich die Erwartungen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften relativ stabil zeigten (Abbildung 2). Der Welthandel entwickelt sich nach wie vor schwach: Er hat zwar den im Frühjahr vor allem aus einem starken Rückgang in den asiatischen Schwellenländern herrührenden Rückschlag im Verlauf der Sommermonate wieder wettgemacht, stagniert aber seither. Im Dezember 2015 war er lediglich 0,6 Prozent höher als ein Jahr zuvor. Dieser Anstieg ist im Vergleich zum mit Kaufkraftparitäten gewichteten globalen Bruttoinlandsprodukt, das im vierten Quartal immer noch knapp 3 Prozent über seinem Vorjahreswert lag, sehr gering. Die seit geraumer Zeit zu beobachtende niedrige Elasti-

zität bezüglich der Produktion ist nicht nur konjunkturell, sondern auch strukturell bedingt (Janssen 2014: [IfW-Box 2014.7](#)). Die zuletzt sehr geringe Dynamik des Welthandels erklärt sich aber auch damit, dass insbesondere die Industrieproduktion, die verhältnismäßig handelsintensiv ist, zur Schwäche neigte. Auch die weltweit gestiegene wirtschaftliche Unsicherheit könnte den internationalen Handel gedämpft haben (Boysen-Hogrefe et al. 2016: Kasten 3). Der Anstieg der weltweiten Industrieproduktion im Vergleich zum Vorjahr betrug im Dezember nach den Berechnungen des niederländischen Centraal Planbureau nur 0,5 Prozent (Abbildung 3).

Abbildung 2:
Wirtschaftsklima nach Ländergruppen 2007–2016

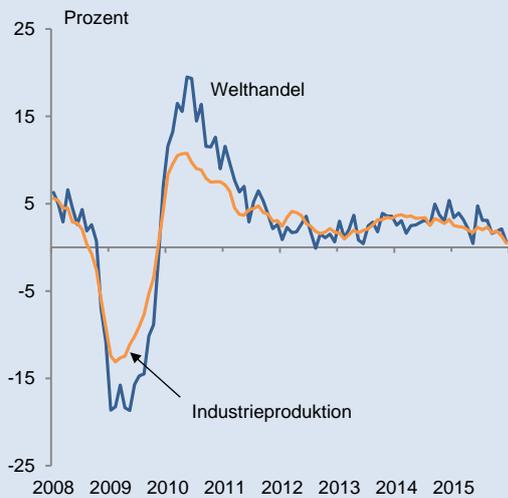


Monatsdaten, saisonbereinigt; teilweise geschätzt; auf der Basis der im IfW-Indikator enthaltenen Stimmungsindikatoren für 42 Länder (34 fortgeschrittene Volkswirtschaften und 8 Schwellenländer).

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

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften geriet die Expansion gegen Jahresende ins Stocken. Die wirtschaftliche Dynamik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften hat sich im zweiten Halbjahr 2015 abgeschwächt. Nachdem das Bruttoinlandsprodukt in den G7-Ländern im dritten Quartal noch mit einer Rate von 0,4 Prozent in etwa mit einem Tempo expan-

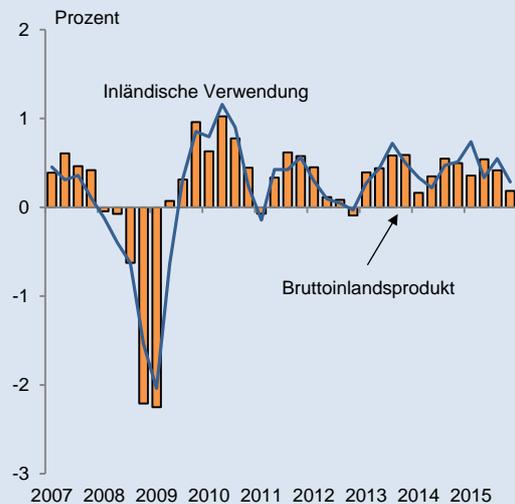
Abbildung 3:
Welthandel und Industrieproduktion 2008–2015



Monatsdaten; preis- und saisonbereinigt, Vorjahresraten.

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

Abbildung 4:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den G7-Ländern 2007–2015



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

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

diert war, das dem Wachstum des Produktionspotenzials entsprechen dürfte, legte es im Schlussquartal des Jahres nur noch geringfügig zu (Abbildung 4). Maßgeblich war, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion in den Vereinigten Staaten nach einem noch recht kräftigen Zuwachs im dritten Quartal nun nahezu stagnierte. Allerdings sprechen der weiterhin kräftige Beschäftigungsaufbau sowie eine positive Grundstimmung bei den Konsumenten und im Dienstleistungssektor dafür, dass die schwache Entwicklung im vierten Quartal die konjunkturelle Grundtendenz deutlich unterzeichnet. Gleichzeitig setzte sich die Expansion im Euroraum und im Vereinigten Königreich in nahezu unverändertem, wenngleich moderatem Tempo fort. Lediglich in Japan ging die allgemein zu verzeichnende Dämpfung beim Außenhandel auch mit einer ausgeprägten Abschwächung der inländischen Verwendung einher; das Bruttoinlandsprodukt schrumpfte im vierten Quartal um 0,3 Prozent. Hingegen zeigte sich die Konjunktur in den übrigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften Asiens (Südkorea, Taiwan, Hongkong und Singapur) gegen Jahresende robust; die Industrieproduktion lag allerdings zum Teil deutlich unter Vorjahresniveau.

Hartnäckige wirtschaftliche Schwäche in den Schwellenländern. Im zweiten Halbjahr 2015 hielten die bereits seit einiger Zeit zu beobachtenden Schwächetendenzen in den Schwellenländern an. In China ist es zwar nicht zu dem Konjunkturreinbruch gekommen, der im Sommer vor dem Hintergrund erheblicher Börsenturbulenzen befürchtet worden war. Das Bruttoinlandsprodukt expandierte im vierten Quartal nach offiziellen Angaben mit 1,6 Prozent und damit erneut in etwa in dem von der Regierung angestrebten Tempo. Es bestehen aber nach wie vor Zweifel, ob die amtliche Statistik das Ausmaß der konjunkturellen Verlangsamung richtig erfasst; alternative Aktivitätsindikatoren deuten auf eine stärkere Abschwächung der wirtschaftlichen Aktivität hin. Nach der Jahreswende gaben die Aktienkurse in China abermals deutlich nach, es kam erneut zu beträchtlichen Kapitalabflüssen, und die Notenbank ließ den Renminbi abwerten. In den übrigen asiatischen Schwellenländern legte die Produktion in wenig verändertem, für die Region freilich moderatem Tempo zu. Russland und Brasilien sowie Venezuela befinden sich

nach wie vor in einer tiefen Rezession. Die wirtschaftliche Aktivität wird hier erheblich dadurch belastet, dass die Rohstoffpreise und damit die Exporterlöse stark gesunken sind. Dies kann die scharfen Rezessionen jedoch allein nicht erklären, blieb doch die wirtschaftliche Aktivität in anderen lateinamerikanischen Ländern, die ebenfalls stark von Rohstoffexporten abhängig sind – wie Chile, Kolumbien oder Mexiko – aufwärtsgerichtet, wenn auch in der Regel deutlich gedämpft. Strukturelle Schwächen und das Erbe einer verfehlten Wirtschaftspolitik sind offenbar wichtige „hausgemachte“ Faktoren, in Russland kommen die Auswirkungen der Wirtschaftssanktionen hinzu.

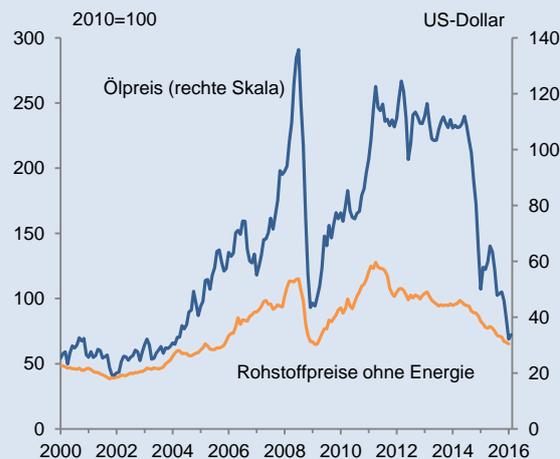
Ölpreisrückgang: Fluch oder Segen?

Der Ölpreis sank nach der Jahreswende auf den niedrigsten Stand seit 12 Jahren. Im zweiten Halbjahr 2014 fiel er drastisch von mehr als 100 Dollar, die in den drei Jahren zuvor gezahlt werden mussten, auf rund 50 US-Dollar je Barrel der Sorte Brent. Um die Jahreswende 2015/16 kam es zu einem neuerlichen Preisrutsch (Abbildung 5). Für ein Barrel Rohöl mussten Mitte Januar weniger als 30 Dollar gezahlt werden, sowenig wie zuletzt im Jahre 2003. In den vergangenen Wochen bewegte sich der Ölpreis zumeist zwischen der Spanne von 30 und 35 Dollar, zuletzt lag er wieder etwas darüber.

Anregende Wirkungen der niedrigeren Ölpreise für die Weltkonjunktur insgesamt sind bislang nicht sichtbar. Üblicherweise führt in makroökonomischen Modellen ein niedrigerer Ölpreis zu einem Anstieg des globalen Bruttoinlandsprodukts (Arezki und Blanchard 2014; Husain et al. 2015). Zwar ist der Effekt nicht sehr groß, da den positiven Auswirkungen, die sich für Nettoimporteure von Öl aufgrund der erheblichen Kaufkraftgewinne ergeben, erhebliche Einbußen, in den Exportländern gegenüberstehen. Für sich genommen hätte der Ölpreisrückgang zwischen Mitte 2014 und Mitte 2015 demnach das weltweite Bruttoinlandsprodukt aber immerhin um rund 0,5 Prozent erhö-

hen sollen. Tatsächlich hat sich die Expansion der Weltwirtschaft seit Mitte 2014 indes leicht verlangsamt, und auch in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, die in großem Umfang Öl importieren, war insgesamt kein spürbares Anzeichen der Konjunktur zu verzeichnen.

Abbildung 5:
Rohstoffpreise 2000–2016



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

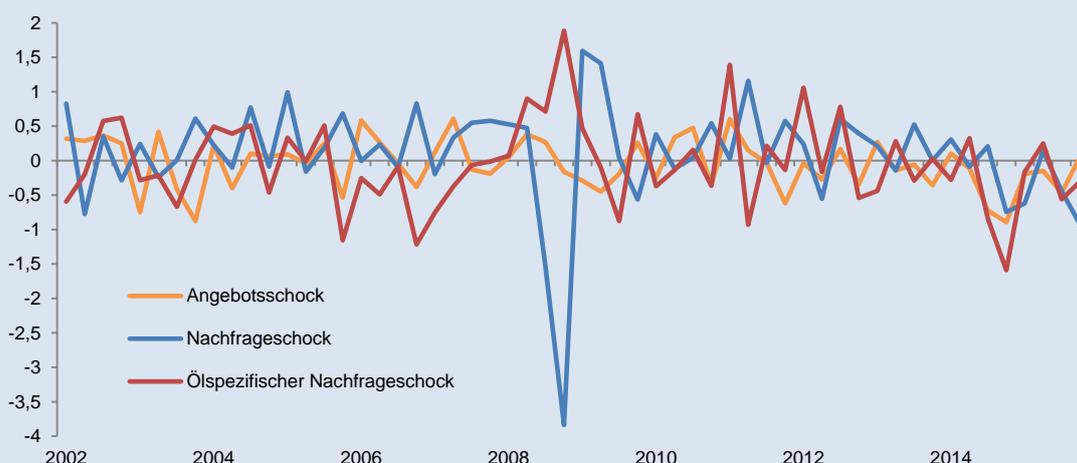
Quelle: International Petroleum Exchange via Thomson Financial Datastream; HWWI, Rohstoffpreisindex.

Die Wirkung von Ölpreisrückgängen hängt entscheidend davon ab, ob sie Angebots- oder nachfragebedingt sind. Entscheidend für die beobachtete Wirkung niedrigerer Ölpreise auf die Konjunktur ist, warum der Ölpreis sinkt. Kommt es aufgrund gesunkener weltwirtschaftlicher Aktivität zu einer niedrigeren Nachfrage nach Öl, wird die ursächliche Konjunkturschwäche das Bild dominieren, und ein niedrigerer Ölpreis geht dann mit einer geringeren wirtschaftlichen Expansion einher. Ist dagegen ein zusätzliches Ölangebot der Grund für den Preisrückgang, werden die Produktionsmöglichkeiten in der Weltwirtschaft ausgeweitet und der Preisrückgang beim Öl ist mit einer steigenden wirtschaftlichen Dynamik verbunden. Implizit unterstellen makroökonomische Simulationen, in denen lediglich ein niedrigerer Ölpreis exogen eingegeben wird, dass die Preisveränderung Angebotsbedingt ist. Wir haben mit einem

Kasten 1:**Zu den Ursachen der jüngsten Ölpreisentwicklungen**

Nach dem starken Rückgang im zweiten Halbjahr 2014 ist der Rohölpreis für ein Barrel der Sorte Brent in den letzten Monaten erneut drastisch gefallen. Der reale (d.h. mit dem US-Konsumentenpreisindex preisbereinigte) Ölpreis notierte zum Jahreswechsel auf dem niedrigsten Stand seit dem Jahr 2003. Zwar ist ein solcher Ölpreistrückgang für sich genommen günstig für erdölexportierende Volkswirtschaften, allerdings geht er nicht notwendigerweise mit einer Beschleunigung der Konjunktur einher. Maßgeblich für die Wirkung von Ölpreisänderungen auf die Konjunktur ist, ob die zugrundeliegenden Ursachen für Ölpreisänderungen eher angebots- oder nachfrageseitig sind (siehe auch Gern et al. 2015c: [IfW-Box 2015.1](#)). Geht der Ölpreistrückgang beispielsweise auf eine schwächere Nachfrage infolge einer schwächeren Weltkonjunktur zurück, so dämpfen die niedrigeren Ölpreise die Abschwächung in erdölexportierenden Volkswirtschaften zwar, letztlich expandiert das Bruttoinlandsprodukt jedoch in langsamerem Tempo. Dieser Effekt dürfte umso ausgeprägter sein, je stärker eine Volkswirtschaft vom Außenhandel abhängt. Geht der Ölpreistrückgang jedoch auf eine Ausweitung der Ölproduktion zurück, so dürfte er die Konjunktur anregen. Eine Quantifizierung der jeweiligen Angebots- und Nachfragefaktoren ist daher von entscheidender Bedeutung; sie basiert aber zwangsläufig auf verschiedenen Annahmen und ist mit großer Unsicherheit behaftet.

In der Literatur werden die Ursachen für Ölpreisänderungen in der Regel auf Basis von sogenannten strukturellen vektorautoregressiven (SVAR) Modellen identifiziert, in denen der (reale) Ölpreis, die globale Ölproduktion sowie ein Indikator für die weltwirtschaftliche Aktivität enthalten sind (Kilian 2009; Peersman und van Robays 2012). Üblicherweise unterscheidet man zwischen drei verschiedenen Ölpreisschocks: Angebotschocks, allgemeinen Nachfrageschocks und öl-spezifischen Nachfrageschocks. Letztere sind nicht durch eine Veränderung der wirtschaftlichen Aktivität bedingt, sondern bilden beispielsweise Erwartungseffekte ab. Die Identifikation dieser Schocks erfolgt anhand theoriebasierter Restriktionen. Eine Alternative dazu stellt eine neue Methode von Herwartz und Plödt (2016) dar, bei der unterschiedliche Ölpreisschocks anhand eines statistischen Ansatzes bestimmt werden. Dieser basiert lediglich auf der Annahme, dass die Residuen der reduzierten Form des Systems auf unabhängige strukturelle Schocks zurückgeführt werden können. Der Ansatz ermöglicht nicht nur eine Überprüfung von verschiedenen, aus der Theorie abgeleiteten Restriktionen, im Gegensatz zu theoretisch motivierten Vorzeichenrestriktionen liefert er auch einen Punktschätzer der Effekte von Ölpreisschocks. Die folgende Analyse beruht auf dem Modell von Herwartz und Plödt (2016), aktualisiert mit Daten bis einschließlich Dezember 2015.

Abbildung K1-1:**Entwicklung verschiedener Ölpreisschocks 2002–2015**

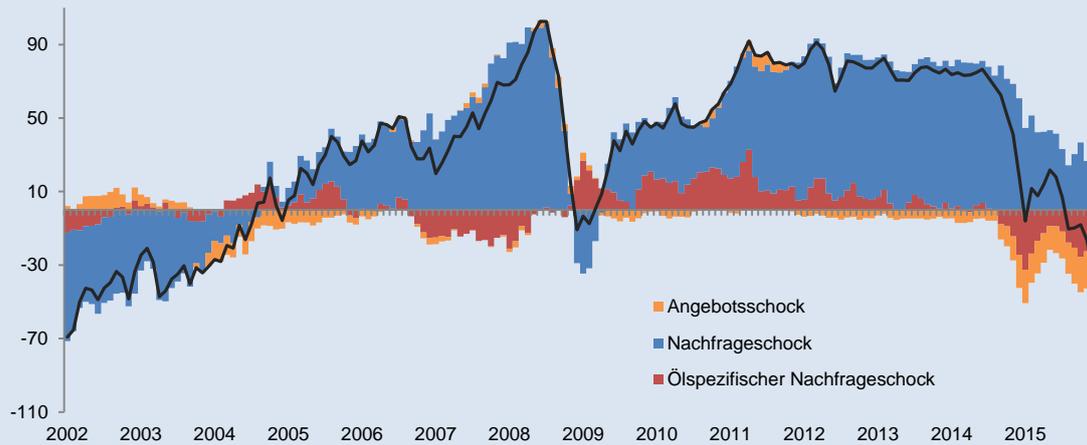
Quartalsdaten. Vierteljährliche Schocks sind Durchschnitte der monatlichen Werte.

Quelle: Eigene Berechnungen.

Die so identifizierten Ölpreisschocks sind in Abbildung K1-1 dargestellt. Auffällig ist ein stark negativer allgemeiner Nachfrageschock im Zuge der Finanzkrise. In den letzten beiden Jahren ist eine Serie von

sowohl negativen (d.h. mit einem Preisrückgang einhergehenden) Angebotsschocks wie auch negativen Nachfrageschocks zu beobachten. Die kumulierten Effekte dieser Schocks auf den Ölpreis sind in Abbildung K1-2 dargestellt. So dürfte beispielsweise der Anstieg des Ölpreises vor dem Jahr 2008 sowie der rasche Fall danach vor allem auf allgemeine Nachfrageschocks zurückzuführen sein.^a Für die jüngste Vergangenheit zeigt sich, dass sowohl Angebotsschocks als auch allgemeine Nachfrageschocks und öl-spezifische Nachfrageschocks einen merklichen Abwärtsdruck auf den Ölpreis ausübten. Der größte Beitrag zum aktuellen Preisrückgang dürfte aber von allgemeinen Nachfrageschocks herrühren.

Abbildung K1-2:
Historische Zerlegung des realen Ölpreises 2002–2015

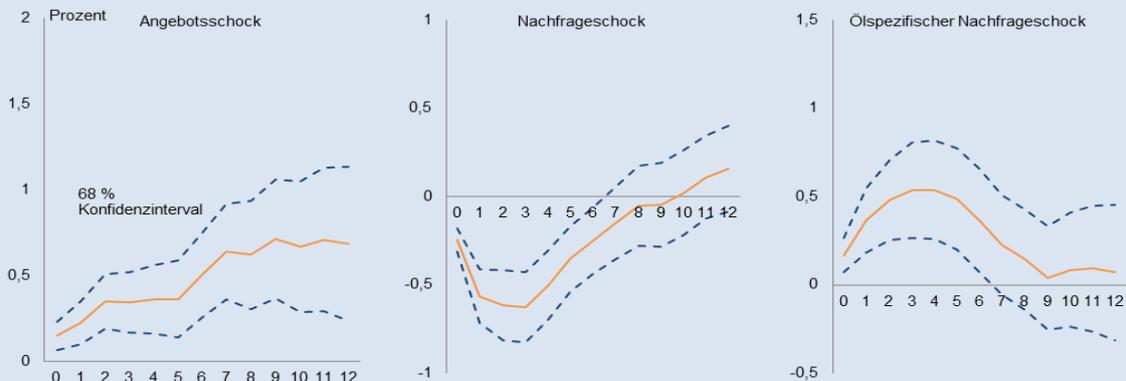


Monatsdaten. Der Ölpreis ist ausgedrückt als prozentuale Abweichung vom Mittelwert über den Schätzzeitraum.

Quelle: Eigene Berechnungen.

Um die Effekte von verschiedenen Ölpreisschocks auf die globale Konjunktur zu bestimmen, wird in einem zweiten Schritt die Veränderung des globalen Bruttoinlandsprodukt (approximiert durch die gewichteten Raten von knapp 50 Ländern) auf den jeweiligen Schock und seine verzögerten Werte regressiert. Die Reaktion des globalen Bruttoinlandsprodukts unterscheidet sich deutlich zwischen den Schocks (Abbildung K1-3): Angebotsschocks und öl-spezifische Nachfrageschocks, die zu Ölpreiserückgängen führen, erhöhen das Bruttoinlandsprodukt; allgemeine Nachfrageschocks, die zu Ölpreiserückgängen führen, senken das Bruttoinlandsprodukt. Die Analyse zeigt, dass die Ursache von Ölpreisänderungen zentral für die Einschätzung bezüglich der konjunkturellen Auswirkungen ist.

Abbildung K1-3:
Reaktion des globalen Bruttoinlandsprodukts auf unterschiedliche Ölpreisschocks



Quartalsdaten; preisbereinigt. Bruttoinlandsprodukt in 46 Ländern gewichtet mit Anteilen an der Gesamtproduktion in Markt-Wechselkursen.

Quelle: Nationale Quellen; eigene Berechnungen.

Auf Basis dieser Ergebnisse lässt sich auch der aktuelle konjunkturelle Impuls abschätzen. Betrachtet man die identifizierten Schocks bis einschließlich Dezember 2015 und die geschätzten Koeffizienten bezüglich der Reaktion des globalen Bruttoinlandsprodukts, so zeigt sich, dass sich die Effekte von den verschiedenen Schocks momentan in etwa die Waage halten. Sie dürften also zusammengenommen relativ neutral auf die weltweite Konjunktur wirken.

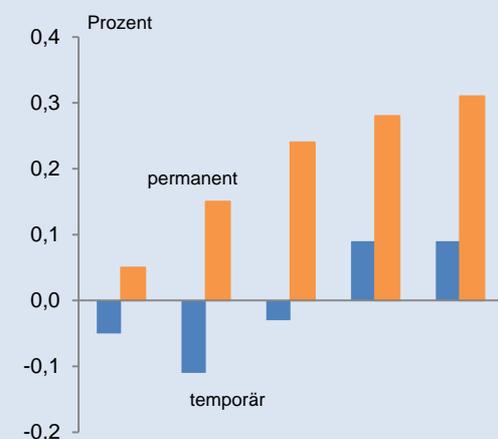
^aDiese Ergebnisse decken sich unter anderem mit der Studie von Kilian und Lee (2014), in der eine historische Dekomposition des Ölpreises bis zum Jahr 2012 vorgenommen wird.

neuen statistischen Ansatz abgeschätzt, welche relative Bedeutung angebots- und nachfragebedingte Einflussfaktoren gegenwärtig haben. Es zeigt sich, dass der Preisrutsch zwar zu einem ungewöhnlich großen Maß auf ein gestiegenes Angebot zurückgeht, überwiegend ist der Preisrückgang aber wohl nachfragebedingt (Kasten 1).

Die Effekte werden auch davon bestimmt, ob der Ölpreisrückgang als permanent oder temporär betrachtet wird. Die Reaktion von Konsumenten und Investoren auf einen Ölpreisrückgang fällt erheblich stärker aus, wenn sie erwarten, dass der Ölpreis auf Dauer niedrig bleibt. In Modellen mit rationalen Erwartungen führt dies dazu, dass die infolge des Kaufkraftgewinns zusätzlich möglichen Ausgaben zügig und in voller Höhe getätigt werden, während die Konsumenten im Fall, dass für die Zukunft wieder höhere Ölpreise erwartet werden, versuchen die Ersparnis erhöhen, um die temporär höheren Ausgabemöglichkeiten im Sinne einer Konsumglättung auch auf spätere Perioden zu verteilen. Simulationen mit dem makroökonomischen Weltmodell NiGEM zufolge erhöht ein permanenter Ölpreisrückgang um 10 Dollar das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum, in Japan und in den Vereinigten Staaten beträchtlich (EUROFRAME 2016). Der Effekt liegt innerhalb von zwei Jahren in einer Größenordnung von 0,3 Prozent (Euroraum) bis 0,5 Prozent (Vereinigte Staaten). Die Weltproduktion nimmt in diesem Zeitraum um knapp 0,2 Prozent zu (Abbildung 6). Im Fall eines lediglich temporären (zwei Jahre währenden) Ölpreisrückgangs steigt das Bruttoinlandsprodukt in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften nur leicht, um etwa 0,1 Prozent (etwas weniger im Euroraum, etwas mehr in den Vereinigten Staaten). In der Welt

insgesamt führt ein temporärer Ölpreisrückgang nach diesen Berechnungen sogar zunächst zu einem Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion. Die Erwartungen der Märkte und Analysten sind derzeit zwar darauf gerichtet, dass der Ölpreis in der nächsten Zeit niedrig bleiben wird, auf mittlere Sicht aber wieder mit einem spürbaren Anstieg zu rechnen ist. Von daher dürfte nur ein Teil des Preisrutsches als permanent erachtet werden, und die Unsicherheit bezüglich der Preisentwicklung in der Zukunft ist hoch.

Abbildung 6:
Auswirkung eines Ölpreisrückgangs um 10 US-Dollar auf die Weltproduktion



Weltbruttoinlandsprodukt: prozentuale Abweichung von der Basislösung. Temporär: Absenkung des Ölpreises für 2 Jahre.

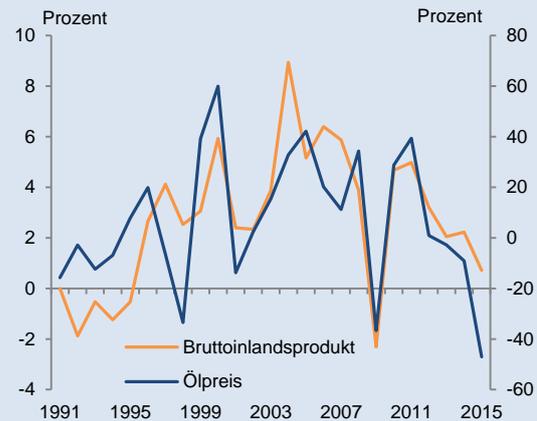
Quelle: NiGEM; eigene Berechnungen.

Die dämpfenden Wirkungen auf die Produktion in den Ölexportländern sind beträchtlich. Ölpreisänderungen führen zu einer erheblichen Umverteilung von Kaufkraft zwischen Ölproduzenten und Ölkonsumenten. Der Preissturz von 108 Dollar im Jahr 2013 auf 30 Dollar impliziert eine Umverteilung von 1 300 Mrd. US-

Dollar von den Ölexporturen zu den Ölimporturen; dies entspricht 1,8 Prozent des globalen Bruttoinlandsprodukts, wobei der größere Teil auf das Jahr 2015 entfiel. Die Kaufkraftgewinne für Nettoimporteure von Öl stimulieren dort die Binnennachfrage. Dies hat sich in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften auch in einer robusten Entwicklung des privaten Verbrauchs niedergeschlagen. Auf der anderen Seite verlieren Nettoexporteure Einkommen, so dass die Nachfrage in diesen Ländern gedämpft wird. In der Vergangenheit zeigte die Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Produktion in den wichtigsten Ölexportländern eine ausgeprägte positive Korrelation mit der Veränderung des Ölpreises (Abbildung 7). Der Rückgang der Exporterlöse führt zu sinkenden Einkommen und dämpft die Investitionen und den privaten Verbrauch. Ein wichtiger Kanal der Transmission auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung läuft zudem über den Staatshaushalt. In vielen Ländern finanziert sich der Staat zu erheblichen Teilen durch Abgaben der Ölindustrie, deren Höhe direkt oder indirekt vom Ölpreis abhängt. Infolge des Verfalls der Ölpreise sind die Staatshaushalte in den meisten dieser Staaten in zum Teil gravierende Schieflage geraten. Darauf wurde im vergangenen Jahr vielfach mit erheblichen Kürzungen der Staatsausgaben reagiert. Kurzfristig sind einige Länder zwar in der Lage Fehlbeträge im Staatshaushalt durch die Auflösung von Reserven auszugleichen, die in den vergangenen Jahren in Staatsfonds akkumuliert wurden. Dies gilt etwa für Saudi-Arabien und andere Golfstaaten, die über Fondsvermögen in der Größenordnung von reichlich 100 Prozent (Saudi Arabien, Katar) oder sogar dem 3-5-fachen des Bruttoinlandsprodukts (Vereinigte Arabische Emirate und Kuwait) verfügen, in geringerem Maße auch für Russland, dessen staatliche Reservefonds sich auf 10 Prozent belaufen. Gleichwohl wurden in Anbetracht der gravierenden Verschlechterung der Staatsfinanzen auch in diesen Ländern zuletzt Sparprogramme in erheblichem Umfang verabschiedet – in Saudi-Arabien dürfte sich das Defizit im Staatshaushalt im vergangenen Jahr auf mehr als 20 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt belaufen haben, nach

einem von einem Überschuss in der Größenordnung von 5 Prozent im Jahr 2013, in den Vereinigten Arabischen Emiraten verschlechterte sich der Haushaltssaldo um mehr als 15 Prozentpunkte auf ein Defizit in Höhe von reichlich 5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts.

Abbildung 7:
Bruttoinlandsprodukt in den 15 größten netto-
ölexportierenden Ländern und Ölpreis 1991–2015



Jahresdaten; Zuwachsraten; Ölpreis: Brent in US-Dollar; Bruttoinlandsprodukt: Zuwachsraten gewichtet mit dem nominalen Bruttoinlandsprodukt zu Marktwechsellkursen.

Quelle: Worldbank, *World Development Indicators*; IMF, *International Financial Statistics*; eigene Berechnungen.

Starke Veränderungen des Ölpreises haben zudem asymmetrische Wirkungen. Infolge der massiven Umverteilung fällt die heimische Absorption in den Ölförderländern deutlich und mit ihnen auch die Exporte der Ölimportländer. Doch erweisen sich aufgrund der veränderten relativen Preise die Produktionsstrukturen auch in den Ölimportländern als für die neue Situation nicht angemessen, ein Teil des Kapitalstocks wird entwertet und zusätzliche Abschreibungen werden erforderlich. Eine Neuausrichtung der Produktion und der Lieferbeziehungen erfordert Zeit. Zudem sind strukturelle Umbrüche in der Regel mit zusätzlicher Unsicherheit verbunden, welche die Investitionsneigung dämpft. Schließlich trifft der durch den Preissturz ausgelöste drastische Rückgang der Investitionen im Rohstoffsektor auch direkt die Investitionen in einigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften empfindlich. So hat allein der Rückgang der Bruttoanlageinvestitionen in der Öl- und Gasindustrie den Zuwachs des Brutto-

inlandsprodukts in den Vereinigten Staaten im vergangenen Jahr um knapp 0,5 Prozentpunkte gedrückt. Insgesamt scheint der Einfluss des Rohstoffpreisverfalls auf die Investitionstätigkeit weltweit kurzfristig negativ gewesen zu sein. Dies steht im Einklang mit der Sicht, dass die Wirkungen von Ölpreisänderungen asymmetrisch sind (Hamilton 2011; Jannsen 2011; Gern et al. 2015c): Während ein höherer Ölpreis die wirtschaftliche Aktivität dämpft, gehen von niedrigeren Ölpreisen nicht entsprechende Anregungen aus, da auch in diesem Fall ökonomische Strukturen hinfällig und Investitionen obsolet werden.

Das Ölangebot bleibt voraussichtlich auf längere Zeit reichlich, eine deutliche Erholung des Ölpreises vorerst unwahrscheinlich. Der jüngste Rutsch des Ölpreises erfolgte unter dem Eindruck schwacher Konjunktursignale aus China und den Vereinigten Staaten, die auf eine Abschwächung der Zuwächse bei der Ölnachfrage hindeuteten, und von Nachrichten über unerwartet hohe US-Lagerbestände. Gleichzeitig blieb die Ölproduktion hoch und mit dem Fortfall der Sanktionen für den Iran ergibt sich zusätzliches Angebot in beträchtlicher Größenordnung – die IEA (2016) schätzt, dass kurzfristig 300 000 Barrel täglich (entsprechend 0,3 Prozent der Weltproduktion) zusätzlich zur Verfügung stehen, im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums könnte die Förderung um bis zu 1 Mill. Barrel täglich erhöht werden. Damit könnte der für 2016 erwartete globale Zuwachs der Ölnachfrage zu vier Fünfteln bedient werden. Steigende Produktion wurde bis zuletzt auch im Irak und in Saudi-Arabien verzeichnet. Der Versuch, die Preise durch eine Vereinbarung der OPEC mit Russland und dem Iran mit dem Ziel, die Produktion auf dem Januarniveau einzufrieren, hat zu einer leichten Erholung der Notierungen beigetragen. Allerdings sind Zweifel an der Tragfähigkeit einer solchen Vereinbarung angebracht. Zudem würde es angesichts der erwarteten nur moderaten Nachfrageexpansion auch im Fall der Umsetzung noch bis zum Ende des kommenden Jahres dauern, bis der Ölmarkt wieder ausgeglichen wäre (Abbildung 8). In den Vereinig-

ten Staaten blieb die Förderung bis zuletzt auf hohem Niveau. Die Produktion von Schieferöl, deren rasche Ausweitung maßgeblich für die Zunahme des Ölangebots in den vergangenen Jahren war, geht seit dem Frühjahr 2015 nur leicht zurück. Obwohl nun bereits seit fast einem Jahr kaum noch Neuerschließungsbohrungen durchgeführt werden, dauert es dank neuer Technologien offenbar länger als erwartet, bis die Fördermenge deutlich reagiert. Zudem wurde gleichzeitig die Förderung im Golf von Mexiko erhöht.

Abbildung 8:
Entwicklung am globalen Ölmarkt 2008–2016



Quartalsdaten; Barrel pro Tag, Lagerveränderungen: rechte Skala.

Quelle: IEA (2016).

Der Ölpreis wird voraussichtlich erst im späteren Prognosezeitraum spürbar steigen. Angesichts der Konstellation am Ölmarkt dürfte er vorerst niedrig bleiben. Einen spürbaren Anstieg in Richtung eines Niveaus, das auf längere Sicht angesichts der Kosten für die Erschließung neuer Produktionsstätten zur Sicherstellung der Produktion notwendig ist,¹ er-

¹ Die Erschließung unkonventioneller Ölvorkommen wie der Teersände in Kanada oder schwer erreichbarer Vorkommen etwa in der Tiefsee oder in der Arktis ist derzeit bei Preisen unter 80 Dollar je Barrel nicht rentabel realisierbar. Für viele Projekte sind wohl sogar deutlich höhere Preise notwendig.

warten wir erst für 2017 (Tabelle 1). Für den Jahresdurchschnitt 2016 ergibt sich bei diesen Annahmen ein Ölpreis von 38 Dollar je Barrel. Für 2017 haben wir unsere Erwartung auf 45 Dollar reduziert.

Finanzmarkturbulenzen trüben den Ausblick

Die Aktienkurse sind zu Jahresbeginn auf breiter Front zurückgegangen. Die ersten Wochen des Jahres 2016 waren geprägt von erheblicher Nervosität an den Finanzmärkten. Die Aktienkurse gingen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften auf breiter Front deutlich zurück. Verglichen mit ihrem Hochstand Mitte November 2015 waren sie Mitte Februar 2016 in den Vereinigten Staaten um 10 Prozent, in Japan um 15 Prozent und im Euroraum sogar um 20 Prozent gesunken (Abbildung 9). Auch in den großen Schwellenländern gaben die Aktienkurse zum Teil deutlich nach, vor allem in China. Die zeitliche Koinzidenz der Aktienkursrückgänge mit dem Rückgang des Ölpreises legt nahe, dass an den Börsen niedrigere Ölpreise eher als Signal für konjunkturelle Schwäche (negativer Nachfrageschock am Ölmarkt) denn als positiver Konjunkturimpuls (als Folge eines positiven Angebotsschocks am Ölmarkt) interpretiert wurden. Es sind freilich auch andere Erklärungen für den Aktienkursrückgang

denkbar, etwa eine technische Korrektur der Bewertungen, die gemessen an historischen Standards bereits als überhöht gelten konnten, eine Episode erhöhter Volatilität, wie sie in dem Umfeld enorm ausgeweiteter Liquidität auch von Notenbankern als Folge der jahrelangen extrem expansiven Geldpolitik erwartet wurde (Draghi 2015), oder das Resultat der Liquidation von Vermögen der nationalen Ölfonds der ölexportierenden Länder zur Finanzierung fälliger Verbindlichkeiten.

Abbildung 9:
Aktienkurse in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2007–2016



Wochendaten.

Quelle: Thomson Financial Datastream; eigene Berechnungen.

Tabelle 1:
Rahmendaten für die Konjunkturprognose 2015–2017

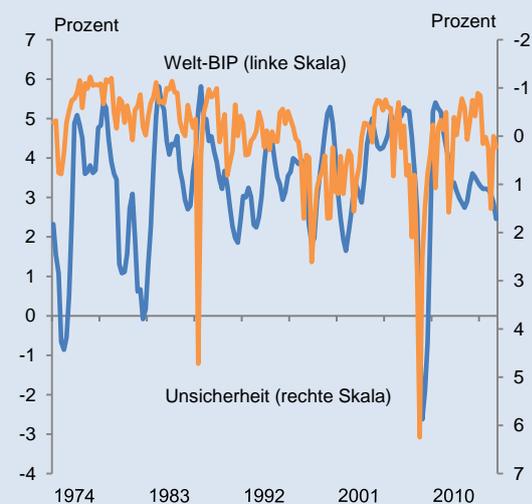
	2015				2016				2017			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Leitzins												
Vereinigte Staaten	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	0,5	0,8	0,8	1,0	1,0	1,3
Japan	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Euroraum	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Wechselkurse												
US-Dollar/Euro	1,13	1,10	1,12	1,09	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Yen/US-Dollar	119,1	122,2	122,3	121,5	114,8	113,0	113,0	113,0	113,0	113,0	113,0	113,0
Ölpreis (Brent) in US-Dollar	54,1	62,1	49,9	44,6	34,5	38,0	39,0	40,0	41,0	44,0	47,0	50,0
HWWI-Index für Industrierohstoffe	76,2	74,2	67,5	62,2	62,8	63,5	65,0	67,6	69,7	71,8	73,9	76,1

Leitzins: Vereinigte Staaten: Fed Funds Rate, seit Dezember 2015 Bandbreite von 0,25 bis 0,5 Prozent, zuvor 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.

Finanzmarktvolatilität wirkt dämpfend auf die Konjunktur, sie ist zurzeit aber nur leicht erhöht. Unsicherheit lähmt wirtschaftliche Entscheidungsprozesse, dämpft Investitionen und Konsum und somit die gesamtwirtschaftliche Aktivität. Häufig wird die Volatilität der Aktienkurse als Maß für wirtschaftliche Unsicherheit genutzt. Tatsächlich zeigt sich auf globaler Ebene ein stabiler statistischer Zusammenhang zwischen der so gemessenen Unsicherheit und der wirtschaftlichen Aktivität gemessen als Zuwachsrates des Bruttoinlandsprodukts (Abbildung 10).² Zuletzt ist die Unsicherheit zwar wieder leicht gestiegen, sie blieb aber deutlich niedriger als im vergangenen Sommer und war nur geringfügig höher als im langjährigen Durchschnitt.

Abbildung 10:
Welt-BIP und Unsicherheit 1974-2016



Quartalsdaten.

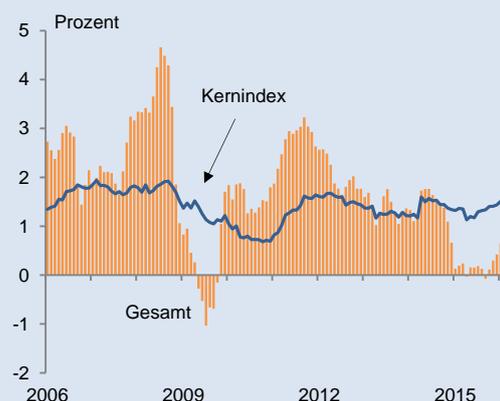
Quelle: Thomson Financial Datastream; eigene Berechnungen.

² Dabei ist die Korrelation im Zeitraum 2002 bis 2015 merklich höher als im Zeitraum von 1988 bis 2001, ein Ergebnis, das vermutlich durch das Ereignis der Finanzkrise dominiert wird.

Niedriger Preisauftrieb – Deflationsängste unbegründet

Die gesunkenen Rohstoffpreise haben den Verbraucherpreisauftrieb weltweit erheblich gedrückt. Maßgeblich war hierfür der drastische Rückgang des Ölpreises: Aber auch andere Rohstoffe sind auf dem Weltmarkt billiger geworden, nicht zuletzt Nahrungsmittel, die im Warenkorb insbesondere von Entwicklungs- und Schwellenländern eine große Rolle spielen. Die Inflationsrate ist in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften Ende 2014 auf nahe null gesunken. Im Jahresdurchschnitt 2015 erhöhten sich die Verbraucherpreise im Aggregat dieser Ländergruppe lediglich um 0,2 Prozent. Da gegen Jahresende bereits deutlich gesunkene Ölpreise in der Vergleichsbasis enthalten waren, stieg die Inflationsrate in den letzten Monaten des vergangenen Jahres wieder (Abbildung 11). Infolge des neuerlichen Preisrutsches beim Öl dürfte sich die Phase sehr niedriger Inflationsraten aber noch einige Monate fortsetzen. Ohne Berücksichtigung der Energie- und Nahrungsmittelpreise schwächte sich der Preisauftrieb

Abbildung 11:
Verbraucherpreise in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2007–2016



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; Kernindex: Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel.

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

hingegen nicht deutlich ab, nach einer gewissen Verlangsamung bis zum Frühjahr des vergangenen Jahres verstärkte, sich der so gemessene Preisanstieg wieder sukzessive; gegenwärtig befindet sich die Kernrate in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften bei 1,5 Prozent und damit auf demselben Niveau wie vor ein- einhalb Jahren. In den Entwicklungs- und Schwellenländern war das Bild hingegen sehr differenziert, wobei sich die Unterschiede wesentlich durch die Entwicklung des Wechselkurses erklären (Abbildung 12). Dort, wo die Währung zum Dollar nur wenig abwertete, wie in China und in Indien, wirkte sich der Rückgang der in Dollar notierten Rohstoffpreise wie in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften dämpfend auf den Verbraucherpreisanstieg aus. Andernorts, etwa in Russland, Brasilien und der Türkei, wurde der preismindernde Effekt indes durch drastische Abwertungen der heimischen Währung konterkariert. Hier blieb die Inflationsrate hoch oder stieg sogar an.

Abbildung 12:
Verbraucherpreise in großen Schwellenländern
2008–2016



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 Konjunkturschwäche in China dürfte den Verbraucherpreisanstieg zusätzlich bremsen. Die Überkapazitäten in der chinesischen

Industrie werden wohl dazu führen, dass vermehrt Anstrengungen zur Ausfuhr unternommen werden. Kostensenkungen und Abschläge bei den Gewinnmargen dürften die internationalen Preise bei Industriewaren unter Druck setzen. Verstärkt würde dies, sollte die chinesische Regierung den Renminbi weiter abwerten lassen. Hingegen würde eine entschlossene Umsetzung der jüngst angekündigten Politik, industrielle Überkapazitäten abzubauen, den Druck auf die Preise von Industriewaren in der Weltwirtschaft mindern.

Das Risiko eines Abgleitens in die Deflation in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist gleichwohl derzeit gering. Zwar ist der Anstieg der Verbraucherpreise gegenwärtig überall sehr gering und könnte in den kommenden Monaten sogar zeitweise negativ ausfallen. Dies ist aber vor allem einer Verbesserung der Terms of Trade durch niedrigere Rohstoffpreise und Aufwertung gegenüber den Schwellenländern geschuldet. Die mit sinkendem Preisniveau häufig verbundene Sorge, dass Kaufzurückhaltung und steigende Schuldenlast die Nachfrage drücken und in eine deflationäre Spirale führen könnten, ist in einer solchen Situation nicht gegeben. Es ist bislang nicht erkennbar, dass sich die Erwartung dauerhaft sinkender Preise bildet und die Lohnentwicklung merklich gedämpft wird. Im Gegenteil: Sowohl in den Vereinigten Staaten als auch im Vereinigten Königreich und in der Grundtendenz auch in Japan sind die Löhne im vergangenen Jahr beschleunigt gestiegen.

Geldpolitik in der Expansionsfalle?

Die Geldpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften hat im vergangenen Jahr begonnen, unterschiedliche Wege einzuschlagen, ist aber überall weiterhin sehr expansiv. Entsprechend der Unterschiede in der konjunkturellen Situation haben die Notenbanken in den einzelnen Ländern zuletzt Maßnahmen in unterschiedliche Richtungen ergriffen. Während in den Vereinigten Staaten die Fed die Leitzinsen im Dezember leicht an hob, nachdem

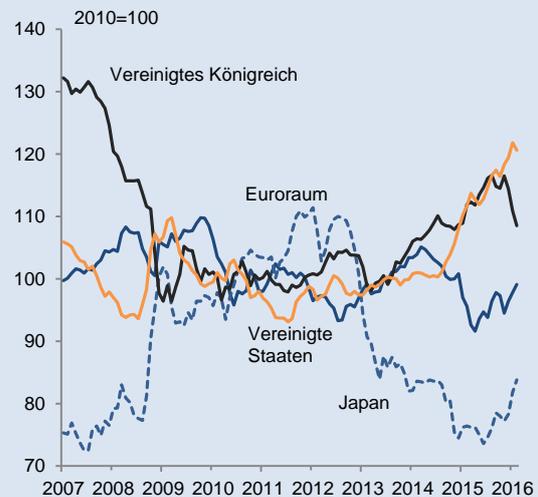
sie ein Jahr zuvor ihr Aufkaufprogramm für Anleihen beendet hatte, versuchten die EZB und die Bank von Japan ihre Politik noch expansiver zu gestalten. Hatte sich die Bank von Japan im Dezember noch auf technische Änderungen in der Durchführung ihres Programms zum Aufkauf von Wertpapieren beschränkt, etwa eine Verlängerung der durchschnittlichen Laufzeit der gehaltenen Staatsanleihen, um die Wirkung des Programms zu vergrößern, beschloss sie Ende Januar 2016, negative Zinsen in Höhe von 0,1 Prozent auf Überschusseinlagen der Geschäftsbanken zu erheben. In der Folge fiel die Rendite für 10-jährige Anleihen erstmals unter null. Negative Einlagezinsen sind bereits seit einiger Zeit in einigen europäischen Ländern in Kraft: in Schweden, Dänemark, der Schweiz und – seit Juni 2014 – im Euroraum. Die EZB beschloss im Januar ihren Einlagezins von -0,2 auf -0,3 Prozent zu reduzieren. Darüber hinaus kündigte sie an, die Laufzeit ihres Programms zum Ankauf von Wertpapieren zu verlängern und weitere Papiere für das Programm zu qualifizieren.

EZB und Bank von Japan bleiben bis auf weiteres auf Expansionskurs. Die Zentralbanken im Euroraum und in Japan werden auch im weiteren Verlauf dieses Jahres und wohl bis weit in das nächste Jahr hinein ihren Kurs massiver monetärer Expansion fortsetzen. Hintergrund ist zum einen eine schwache Konjunktur und zum anderen die Tatsache, dass die Inflation in beiden Währungsräumen seit längerem deutlich unter dem Ziel von 2 Prozent (Bank von Japan) bzw. „unter aber nahe 2 Prozent“ (EZB) liegt, auch wenn man um die direkten Auswirkungen des Ölpreisrückgangs korrigiert. Die EZB hat in den vergangenen Wochen signalisiert, dass sie wohl schon im März weitere Maßnahmen ergreifen wird, die darauf abzielen, den Expansionsgrad der Geldpolitik zu erhöhen. Eine Anhebung des Leitzinses erwarten wir für den Prognosezeitraum nicht.

Die US-Notenbank zögert mit der Fortsetzung ihres Normalisierungskurses. Die Fed dürfte die vor wenigen Wochen noch für März erwartete nächste geringfügige Anhebung des

Leitzinses nicht vornehmen. Maßgeblich für diese Entscheidung ist wohl, dass angesichts von Indikatoren für eine Abschwächung der Aktivität in der Industrie und der erhöhten Volatilität an den Finanzmärkten größere Konjunkturrisiken für die Vereinigten Staaten gesehen werden. Sorge macht offenbar insbesondere der Wechselkurs, wo eine weitere Aufwertung des US-Dollar befürchtet wird, die sich seit Sommer 2014 inzwischen auf effektiv 20 Prozent beläuft (Abbildung 13). Wir erwarten, dass die Fed noch einige Monate abwarten wird, bis sie eine weitere vorsichtige Anhebung des Leitzinses vornimmt. Für den Prognosezeitraum ist im Einklang mit den Markterwartungen eine sehr allmähliche Erhöhung des Ziels für die Federal Funds Rate bis auf 0,75 Prozent am Ende des Jahres 2017 unterstellt. Eine geringfügige Zinsanhebung könnte im kommenden Jahr auch im Vereinigten Königreich vorgenommen werden.

Abbildung 13:
Effektive Wechselkurse 2007–2016



Monatsdaten; nominal; saisonbereinigt.

Quelle: JP Morgan.

In den Schwellenländern ist die Geldpolitik vielfach vor allem bemüht, den Wechselkurs zu stützen. Angesichts der um sich greifenden konjunkturellen Probleme in zahlreichen Schwellenländern wurden im ersten Halbjahr 2015 vielerorts die Zinsen zum Teil mehrfach

gesenkt. Seit einigen Monaten steht allerdings das Ziel der Wechselkursstabilisierung im Vordergrund. In Russland und Brasilien wurde trotz sich verschärfender Rezession auf Zinssenkungen verzichtet, auch in China dürfte der zunehmende Kapitalabfluss dazu beigetragen haben, dass die Zinsen seit Oktober nicht weiter verringert worden sind.³ In einer Reihe von Ländern, so etwa in Südafrika, Mexiko, Kolumbien und Peru wurden die Notenbankzinsen sogar angehoben, um Abwertungstendenzen und damit verbundenem Inflationsdruck entgegenzuwirken.

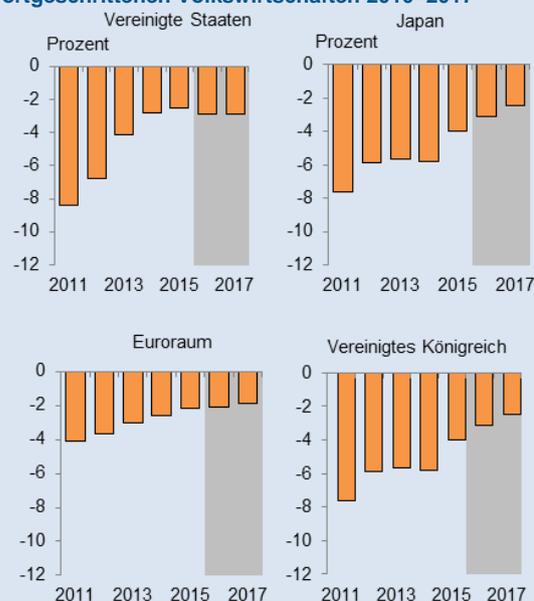
Finanzpolitik konsolidiert nicht mehr

Die Finanzpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist nicht mehr restriktiv ausgerichtet. Es gibt in den öffentlichen Haushalten der meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften nach wie vor erheblichen Konsolidierungsbedarf. Die Defizite sind im siebten Jahr nach der Finanzkrise gemessen an den Vorkrisenstandards immer noch hoch, und der Schuldenstand in Relation zur Wirtschaftsleistung, der in den Jahren nach der Finanzkrise drastisch gestiegen ist, geht nur in wenigen Ländern spürbar zurück; in den OECD-Ländern insgesamt ist er immer noch aufwärts gerichtet. Nachdem zwischen 2010 und 2013 die strukturellen Budgetdefizite zum Teil deutlich zurückgeführt worden waren, sind sie in den vergangenen beiden Jahren insgesamt nur noch wenig zurückgegangen. Insbesondere hat sich das Konsolidierungstempo in den Vereinigten Staaten und im Euroraum erheblich verringert. Auch in diesem und im nächsten Jahr wird die Finanzpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften in etwa neutral ausgerichtet sein. In Japan gibt es im Jahr 2017 zwar einen restriktiven Impuls durch die zunächst für den Herbst 2015 vorgesehene und um 1 ½ Jahre verschobene zweite Stufe der Mehrwertsteuererhöhung. Für die Vereinigten Staaten und den Euroraum erwarten wir aber sogar leichte kon-

³ Allerdings wurde der Mindestreservesatz Ende Februar gesenkt.

junktuelle Anregungen. Das Defizit wird dort trotz günstiger konjunktureller Entwicklung und erheblichen Entlastungen bei den Zinsausgaben kaum zurückgehen (Abbildung 14). Im Euroraum hat gegenwärtig die Haushaltskonsolidierung offenbar keine Priorität mehr. So wurde einigen Staaten für die Rückführung ihrer Defizite von der EU-Kommission zusätzliche Zeit eingeräumt, obwohl das zur Erreichung der Defizitziele notwendige Ausmaß von diskretionären Einschnitten bei den Ausgaben oder von Steuererhöhungen durch das nochmals gesunkene Zinsniveau vermindert worden ist.

Abbildung 14:
Staatliche Finanzierungssalden in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2010–2017



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

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

Ausblick: Weltkonjunktur nimmt nur allmählich Fahrt auf

Der Anstieg der Weltproduktion gerechnet auf Basis von Kaufkraftparitäten wird in diesem Jahr mit 2,9 Prozent ähnlich schwach ausfallen wie 2015 und sich im nächsten Jahr auf 3,5 Prozent erhöhen. Gewichtet auf

der Basis von Marktwechselkursen werden die Zuwachsraten etwa einen halben Prozentpunkt darunter liegen (Tabelle 2). Bei diesem Expansionstempo dürfte die Auslastung der weltweiten Produktionskapazitäten dieses Jahr nochmals sinken und im kommenden Jahr kaum zulegen. Der Welthandel wird in diesem Jahr mit rund 2 Prozent voraussichtlich ähnlich schwach steigen wie im vergangenen Jahr. Für 2017 erwarten wir zwar eine merkliche Belebung des Welthandels, die Expansion bleibt aber mit einer Rate von voraussichtlich etwa 3,5 Prozent im historischen Vergleich sehr mäßig.

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften verstärkt sich die konjunkturelle Expansion allmählich. Eine insgesamt weiter expansive Geldpolitik und Anregungen vonseiten des Ölpreises dürften unter dem Strich die Konjunktur in diesem Jahr begünstigen. Die geldpolitischen Impulse werden angesichts fortschreitender Entschuldungsprozesse im privaten Sektor zunehmend auf fruchtbaren Boden fallen. Bremsende Einflüsse von der Finanzpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften sind insgesamt nicht zu erwarten. Diese positiven Rahmenbedingungen dürften im Verlauf dieses Jahres und im kommenden Jahr dazu führen, dass sich die wirtschaftliche Expansion in dieser Ländergruppe allmählich beschleunigt, wenn die dämpfenden Wirkungen durch die erhöhte Unsicherheit, die wesentlich von den wirtschaftlichen Problemen in großen Schwellenländern ausgegangen sind, abklingen. Für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften insgesamt rechnen wir damit, dass der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts mit 2,0 Prozent in diesem Jahr genauso hoch ausfällt wie 2015 und sich im nächsten Jahr auf 2,4 Prozent verstärkt (Tabelle 3).⁴ Für die Vereinigten Staaten haben wir unsere Prognose vom Dezember zwar angesichts einer unerwartet schwachen Ausweitung der Produktion im Winterhalbjahr deutlich reduziert.

⁴ Diese Rate ergibt sich für den aufgeführten Länderkreis und bei Gewichtung gemäß Marktwechselkursen. Unter Berücksichtigung weiterer Länder und auf der Basis von Kaufkraftparitäten (Tabelle 2) ist die Zuwachsrate mit 1,9 bzw. 2,3 Prozent geringfügig niedriger.

Wir rechnen aber damit, dass die konjunkturelle Expansion im Verlauf dieses Jahres wieder Fahrt aufnehmen und sich im kommenden Jahr weiter verstärken wird. Das Bruttoinlandsprodukt dürfte 2016 um 2,3 Prozent und 2017 um 2,8 Prozent zulegen, nach 2,4 Prozent in diesem Jahr. Dabei werden vor allem die Anlageinvestitionen als Resultat der günstigen Finanzierungsbedingungen und zunehmender Kapazitätsauslastung an Dynamik zulegen. Die Wirtschaft in Japan wird nach einem erneut nur schwachen Zuwachs im vergangenen Jahr (0,5 Prozent) dieses Jahr mit 0,7 kaum schneller expandieren und unter dem Einfluss der nächsten Stufe der Mehrwertsteuererhöhung auch 2017 keine größere Dynamik entfalten, trotz eines etwas günstigeren außenwirtschaftlichen Umfeldes. Die Konjunktur im Euroraum gewinnt zwar allmählich wieder an Fahrt, wird aber 2016 im Jahresdurchschnitt mit 1,5 Prozent – dies entspricht dem Produktionszuwachs im vergangenen Jahr. Für 2017 rechnen wir mit einem etwas stärkeren Anstieg von 1,8 Prozent. Einer dynamischen Erholung stehen strukturelle Probleme in einem Teil des Währungsgebiets entgegen, die nur zögerlich angegangen werden, sowie die nur moderate Expansion der Nachfrage im Ausland. Die Inflation wird in den kommenden Monaten infolge des nochmals gesunkenen Ölpreises sehr niedrig sein, in vielen Ländern dürften sogar negative Inflationsraten verzeichnet werden. Mit Fortfall des preisdämpfenden Effekts von dieser Seite werden die Inflationsraten im späteren Verlauf des kommenden Jahres aber allmählich anziehen. Die Arbeitslosigkeit geht im Prognosezeitraum trotz der mäßigen konjunkturellen Dynamik voraussichtlich nahezu überall weiter zurück.

Die wirtschaftlichen Probleme in den Schwellenländern sind nicht nur konjunktureller Natur und werden nur allmählich überwunden. Die wirtschaftlichen Aussichten in den Schwellenländern haben sich im Winterhalbjahr nochmals eingetrübt. Der weitere Verfall der Rohstoffpreise hat den Anpassungsdruck in den rohstoffexportierenden Ländern

Tabelle 2:
Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2015–2017

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017
Weltwirtschaft	100	3,0	2,9	3,5	3,6	3,7	4,0
Fortgeschrittene Länder	44,5	2,0	1,9	2,3	0,3	0,9	1,8
China	16,3	6,9	6,5	6,0	1,5	1,7	2,0
Lateinamerika	7,7	-0,8	-0,9	1,2	10,6	12,8	9,7
Indien	6,8	7,3	7,2	7,2	5,0	5,5	5,5
Ostasiatische Schwellenländer	4,7	4,6	4,5	4,7	4,0	3,8	4,5
Russland	3,3	-3,5	-2,0	1,6	15,4	9,5	7,0
<i>Nachrichtlich:</i> Welthandelsvolumen		2,2	2,5	3,8			
Weltwirtschaft (gewichtet gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2014 in US-Dollar)		2,4	2,4	3,0	2,6	2,9	3,4

Prozent. Gewicht: gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2014 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 3 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.

Tabelle 3:
Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2015–2017

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Europäische Union	40,8	1,8	1,8	2,2	0,1	0,4	1,4	9,4	8,7	8,3
Euroraum	29,5	1,5	1,5	1,9	0,0	0,2	1,3	10,9	10,1	9,6
Vereinigtes Königreich	6,6	2,2	2,0	2,3	0,1	0,5	1,7	5,4	5,0	4,9
Schweden	1,3	3,4	3,2	2,8	0,5	1,3	1,7	7,4	6,7	6,2
Polen	1,2	3,6	3,5	3,8	-0,7	0,4	1,1	7,6	6,6	6,0
Schweiz	1,5	0,8	1,3	1,5	-1,1	-0,4	0,6	4,5	4,5	4,3
Norwegen	1,1	1,2	1,0	1,8	2,1	2,4	2,2	4,3	4,6	4,6
Vereinigte Staaten	38,7	2,4	2,3	2,8	0,1	1,5	2,4	6,2	5,3	4,7
Kanada	3,9	1,2	1,2	2,2	1,1	1,7	2,0	6,9	7,1	6,9
Japan	10,7	0,5	0,7	0,5	0,8	0,2	1,4	3,6	3,4	3,3
Australien	3,2	2,4	2,0	2,5	1,5	1,7	2,4	6,2	6,3	6,0
Südkorea	2,9	2,6	2,8	3,4	0,7	1,0	1,6	3,7	3,6	3,4
Aufgeführte Länder	100,0	2,0	2,0	2,4	0,3	0,9	2,0	7,2	6,6	6,2

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 2014.

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

zusätzlich erhöht – Kursverluste an den Aktienmärkten, Wechselkursabwertungen und erschwerte Bedingungen zur Finanzierung an den internationalen Kapitalmärkten belasten den Ausblick. Die Zuwachsraten des aggregierten

Bruttoinlandsprodukts dieser Ländergruppe dürfte mit 4,1 Prozent noch etwas unter der im vergangenen Jahr erreichten, im längerfristigen Vergleich sehr niedrigen Rate liegen. Für 2017 erwarten wir eine wieder etwas stärkere Expan-

sion, die mit 4,6 Prozent für diese Ländergruppe aber weiterhin sehr mäßig ist. Die schwache Erholung liegt zum einen daran, dass sich die Zunahme der Produktion in China aufgrund der Eindämmung des Immobilienbooms, des angestrebten Abbaus von Überkapazitäten insbesondere in der Schwerindustrie und eines Übergangs zu einer allgemein etwas geringeren Investitionsquote weiter verlangsamt. Zum anderen ist nicht zu erwarten, dass die Länder mit bedeutendem Rohstoffsektor rasch wieder an Dynamik gewinnen, wenn – wie der Prognose zu Grunde gelegt – die Erlöse infolge niedrigerer Preise offenbar nachhaltig stark gesunken sind. So wird die gesamtwirtschaftliche Produktion in Lateinamerika voraussichtlich nur moderat zulegen, auch wenn die Rezession in Brasilien überwunden wird. Auch für Russland ist nicht mit einer kräftigen Erholung zu rechnen, wie sie häufig nach einer tiefen Rezession zu beobachten ist. Spielraum für die Finanzpolitik zur Stimulierung der Konjunktur besteht in den meisten Ländern nicht, zumal die Refinanzierung auslaufender Altschulden im gegenwärtigen Umfeld deutlich teurer ist als in den vergangenen Jahren.

Ein gewichtiges Risiko für die Weltwirtschaft bleibt ein Konjunkturreinbruch in China. Die Einschätzung der konjunkturellen Aussichten für China wird auch dadurch erschwert, dass die Qualität der offiziellen Daten zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung zweifelhaft ist. Zudem ist in den vergangenen Jahren das Potenzial der Regierung, das Wirtschaftsgeschehen zu steuern, offenbar geschrumpft. Hierfür sprechen die letztlich erfolglosen Versuche, die Korrektur am Aktienmarkt zu begrenzen, die zu Jahresbeginn offenbar sogar die Turbulenzen an den Börsen noch verstärkt haben. Zwar verfügt China nach wie vor über umfangreiche Devisenreserven, sie sind in den vergangenen Monaten aber bereits deutlich – von 4 auf 3,2 Bill. Dollar – abgeschmolzen. Das Risiko, dass es angesichts der hohen Verschuldung der Unternehmen als auch staatlicher Instanzen zu einer Konsolidierungskrise kommt, ist nach wie vor gegeben. Simulationsrechnungen zeigen, dass eine „harte Landung“ der chinesischen Wirt-

schaft die Weltkonjunktur empfindlich bremsen würde: ein Rückgang der Expansionsrate in China um 3 Prozentpunkte würde demnach den Anstieg der Weltproduktion um rund 1 Prozentpunkt verringern (Gern et al. 2015a: [IfW-Box 2015.12](#)), was in der gegenwärtigen Situation bereits recht geringer weltwirtschaftlicher Expansion die Weltwirtschaft in eine „Wachstumsrezession“ stürzen würde.

Das Fehlen eines verlässlichen Szenarios für den Ausstieg aus der massiven monetären Expansionspolitik schürt Unsicherheit, belastet die Konjunktur und birgt die Gefahr, dass letztlich die geldpolitische Umkehr nicht gelingt oder zu spät erfolgt. Die abwartende Haltung der US-Notenbank verdeutlicht das Problem, vor dem Zentralbanken stehen, die in einem Umfeld, in dem andere große Notenbanken weiter massiv Liquidität produzieren, ihre Politik straffen und auf einen „normalen“ Kurs zurückbringen wollen. Sie riskieren eine massive Währungsaufwertung, die zu einer unerwünschten Konjunkturdämpfung, hohen Kapitalzuflüssen und zum Aufbau von finanziellen Ungleichgewichten führen kann. In den vergangenen Jahren hat die monetäre Expansion in einem Land regelmäßig zu einer expansiveren Ausrichtung in den aufwertenden Ländern geführt. So haben nach und nach alle großen Notenbanken (und auch viele kleinere) die Option einer massiven Geldmengenexpansion gewählt und damit den Wert ihrer Währung geschwächt – zunächst die Bank von England (Anleihekaufprogramm, 2008/09) und die Fed (QE 1-3, 2009–2013), dann die Bank von Japan (als Teil von „Abenomics“, ab 2012) und schließlich die EZB (EAPP, ab 2014). Der Wechselkurskanal vermittelt die unmittelbarsten Wirkungen der Geldpolitik, und so wie die Notenbank unter dem Druck von Aufwertungen nach und nach in eine Politik massiver Geldmengenausdehnung gedrängt wurden, so wird es gegenwärtig den Notenbanken erschwert, aus der Expansionsspirale auszusteigen.⁵ Pro-

⁵ Dieses Problem ist derzeit besonders ausgeprägt, da die Transmission der Geldpolitik über den Kreditkanal im Nachklang von Finanzkrisen wenig effektiv ist ([Jannsen et al. 2015](#)).

blematisch ist dies, da mit der derzeitigen drastischen Geldmengenausweitung große Stabilitätsrisiken verbunden sind (Gern et al. 2015d). So ist mit einer erhöhten Volatilität an den Finanzmärkten zu rechnen und einer Fehlsteuerung von Kapital, die schließlich sogar in eine neue Finanzkrise münden könnte. Es ist derzeit nicht erkennbar, wie die Geldpolitik international aus dieser Zwickmühle herauskommen kann. Das Fehlen eines glaubwürdigen Ausstiegsszenarios und die damit verbundene zusätzliche Unsicherheit konterkarieren anscheinend mehr und mehr die anregenden Wirkungen der Geldpolitik, sie könnte letztendlich zu einer Belastung für die Konjunktur werden.

Die Weltkonjunktur bleibt verwundbar durch Turbulenzen an den Finanzmärkten und Störungen durch geopolitische Konflikte. Die Weltwirtschaft ist seit geraumer Zeit durch eine geringe Dynamik geprägt, in der die wirtschaftliche Expansion immer wieder durch Schübe von Unsicherheit in einzelnen Ländern oder Regionen behindert wird, welche durch Turbulenzen an den Finanzmärkten oder politische Ereignisse ausgelöst wurden. Neben den bereits beschriebenen Risiken für die Stabilität der finanziellen Rahmenbedingungen durch die längerfristigen Wirkungen der massiven Liquiditätsschöpfung könnten solche Schocks beispielsweise aus einem weiteren Verfall der Rohstoffpreise, der Insolvenz größerer nationaler Schuldner oder einem Wiederaufflammen der Staatsschuldenkrise im Euroraum (etwa infolge wieder zunehmender Zweifel an der Solidität nationaler Bankensysteme) resultieren. Ein anderes Risiko ist, dass sich Zweifel am Zusammenhalt des Euroraums oder dem Bestand des gesamten europäischen Projekts in einer Weise verstärken, dass sie neuerlichen Stress an den Finanzmärkten auslösen und die wirtschaftliche Aktivität spürbar belasten. Dies könnte etwa als Folge der Diskussion und schließlich der Entscheidung um die Zugehörigkeit des Vereinigten Königreichs zur EU oder im Zusammenhang mit den Bemühungen um die Bewältigung der Flüchtlingskrise geschehen oder auch im Zuge einer Debatte um die Ausrichtung der Wirtschaftspolitik, in der die nach wie vor gravieren-

den Unterschiede in der wirtschaftspolitischen Grundhaltung zwischen den Ländern offen zu Tage treten.

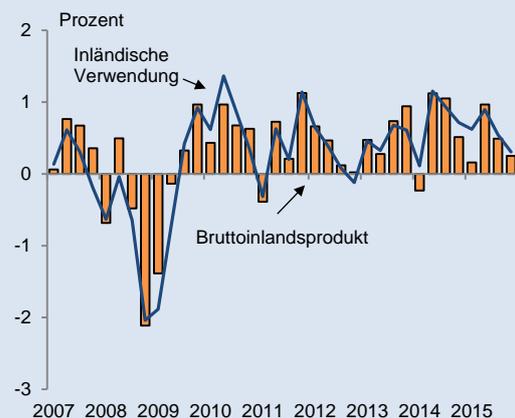
Die Prognose im Einzelnen

USA: Leicht gebremste Konjunktur, aber Auftriebskräfte intakt

Zum Jahresende hat sich die Konjunktur in den Vereinigten Staaten etwas verlangsamt.

Das Bruttoinlandsprodukt stieg im vierten Quartal um 0,3 Prozent, etwas langsamer als im Vorquartal, als die Wirtschaft noch mit 0,5 Prozent expandiert war (Abbildung 15). Neben sinkenden Exporten (-0,8 Prozent) zeigte sich auch der private Verbrauch zuletzt etwas schwächer (0,5 Prozent nach 0,7 Prozent im dritten Quartal). Die Lagerinvestitionen wiesen erneut einen negativen Expansionsbeitrag aus; im Vergleich zum Vorquartal war dieser jedoch etwas geringer. Insgesamt legte die gesamtwirtschaftliche Produktion im vergangenen Jahr damit wie 2014 um 2,4 Prozent zu. Gestützt wurde die Aktivität im Gesamtjahr vor allem von

Abbildung 15:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den Vereinigten Staaten 2007–2015



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

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

einem starken Zuwachs des privaten Verbrauchs; die Exporte expandierten angesichts des höher bewerteten US-Dollar mit einer deutlich geringeren Rate als im Vorjahr. Auch die Investitionsdynamik blieb verhalten; die gewerblichen Bauten waren im Jahresvergleich sogar rückläufig. Dies dürfte größtenteils auf die Schwierigkeiten der Schieferölindustrie zurückzuführen sein: während diese Investitionen im Öl- und Gassektor kollabierten (-34,7 Prozent), expandierten sie in den übrigen Bereichen kräftig (10,5 Prozent). Ebenso konnten die Wohnungsbauinvestitionen nach einer schwächeren Zuwachsrate im Jahr 2014 wieder stärker zulegen (8,7 Prozent).

Der erneut gesunkene Ölpreis, Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten und Sorgen um die Konjunktur in einigen Schwellenländern haben die Unsicherheit zusätzlich erhöht. Ängste einiger Beobachter, dass die Vereinigten Staaten vor einer erneuten Rezession stehen, sind allerdings übertrieben. Zwar deuteten zu Jahresbeginn einige Indikatoren auf eine gedrückte Stimmung: der ISM-Index des Verarbeitenden Gewerbes lag im Februar bereits den fünften Monat in Folge unter 50 Punkten. Bei dem entsprechenden Index, der die Unternehmen außerhalb dieses Bereichs abbildet, war zu Beginn des Jahres ebenfalls ein deutlicher Rückgang festzustellen, er befindet sich allerdings noch weit über der Expansionsmarke. Andere Indikatoren zeichnen hingegen ein positiveres Bild. So deutet nichts darauf hin, dass die Kaufbereitschaft der Verbraucher unter der gestiegenen Unsicherheit oder Volatilität an den Börsen gelitten hätte.⁶ Das Verbrauchervertrauen verzeichnete keine Rückgänge in den ersten beiden Monaten dieses Jahres; der (in den Vereinigten Staaten

monatlich verfügbare) private Verbrauch stieg im Januar kräftig. Die Industrieproduktion legte im Januar mit 0,9 Prozent zu, nachdem sie im vierten Quartal durchweg geschrumpft war. Gleichwohl liegt sie damit immer noch unter dem Wert, den sie im Juli vergangenen Jahres erreicht hatte. Anzeichen, dass der heftige Schneesturm Ende Januar zu einer größeren Beeinträchtigung der wirtschaftlichen Aktivität geführt hat, gibt es keine. Kurzfristprognosen signalisieren denn auch eine deutlich höhere Expansionsdynamik für das laufende Quartal als dies zum Jahresende der Fall war.

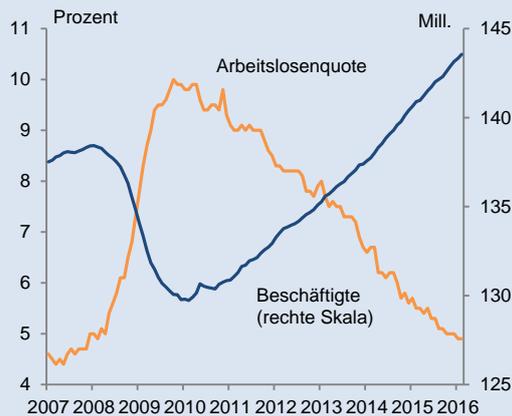
Die Zunahme der Beschäftigung hat Bestand. Im vergangenen Jahr wurden durchschnittlich 230 000 Stellen je Monat geschaffen; die Arbeitslosenquote war entsprechend rückläufig und betrug zum Jahresende 5 Prozent (Abbildung 16). Dies spiegelt sich inzwischen zunehmend in einer steigenden Entlohnung wider: die durchschnittlichen Stundenlöhne legten im Jahr 2015 um 2,3 Prozent zu – der stärkste Anstieg seit 2010. Diese positive Grundtendenz setzte sich auch zu Jahresbeginn fort. Zwar wurden im Januar deutlich weniger neue Stellen geschaffen (172 000), gleichzeitig stiegen die Löhne aber weiter kräftig und die Arbeitslosigkeit sank erneut.⁷ Im Februar drehte sich das Bild indes um: mit 242 000 neuen Stellen konnte ein kräftiger Beschäftigungsgewinn verzeichnet werden während die Löhne leicht nachgaben und die Arbeitslosenquote bei 4,9 Prozent verharrte. Letzteres ist allerdings auch im Zusammenhang mit einer zuletzt wieder steigenden Partizipationsrate zu sehen, die seit Oktober vergangenen Jahres um etwa einen halben Punkt auf 62,9 Prozent zule-

⁶ Dies könnte zum einen daran liegen, dass die Preiskorrektur an den US-Aktienmärkten bislang relativ gering ausfiel – der Dow Jones Industrial Average hat bislang gegenüber seinem Vorjahreshoch 6 Prozent eingebüßt. Zum anderen gibt es Hinweise, dass negative Vermögenseffekte, die von den Aktienmärkten ausgehen, deutlich geringer eingeschätzt werden als solche, die auf einen Rückgang des Sachvermögens wie bspw. Immobilien zurückzuführen sind (vgl. Carrol et al. 2011).

⁷ Witterungsbereinigte Zahlen legen nahe, dass zu dem schwachen Anstieg im Januar unter anderem der milde Dezember beigetragen haben könnte, indem es zum Jahresende einen stärkeren Beschäftigungsaufbau kam als übliche Verfahren zur Saisonbereinigung nahelegen würden (vgl. Wright 2016). Korrigiert man für diesen „Witterungseffekt“, so wären demnach knapp 200 000 Stellen geschaffen worden. Der Schneesturm, der die Ostküste der Vereinigten Staaten Ende Januar traf, dürfte hingegen das Ergebnis nicht beeinflusst haben, da die Daten des Bureau of Labor Statistics bereits vorher erhoben wurden.

gen konnte. Neben weiterhin soliden Beschäftigungszuwächsen spricht die Tatsache, dass wieder mehr Menschen aktiv nach Arbeit suchen, ebenfalls für die robuste Verfassung des US-Arbeitsmarkts.

Abbildung 16:
Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten 2007–2016

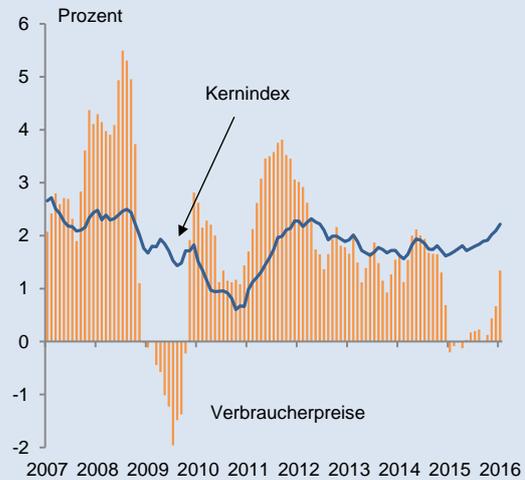


Monatsdaten; saisonbereinigt.

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

Die Verbraucherpreise stiegen zuletzt wieder etwas schneller. Die Inflation lag im Januar bei 1,3 Prozent – deutlich über der Dezemberrate (Abbildung 17). Verantwortlich für diesen Anstieg war allerdings vor allem ein auf die gefallen Ölpreise zurückzuführender Basis-effekt. Die Kernrate blieb mit 2,2 Prozent nahezu unverändert (Dezember: 2,1 Prozent). Etwas stärker fiel die Beschleunigung beim Deflator des privaten Verbrauchs aus, der für das Inflationsziel der Notenbank maßgeblich ist: im Januar betrug die Kernrate 1,7 Prozent, nachdem sie im Dezember noch bei 1,5 gelegen hatte. Den Preisauftrieb gedämpft hat hingegen der stärkere US-Dollar, der seit Mitte 2014 auf effektiver Basis um über 20 Prozent aufgewertet hat.

Abbildung 17:
Verbraucherpreisanstieg in den Vereinigten Staaten 2007–2016



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

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

Die Fed dürfte weitere Zinsschritte gleichwohl vorerst verschieben. Bei seiner ersten Sitzung in diesem Jahr hat der Offenmarktausschuss der US-amerikanischen Zentralbank keine weitere Leitzinserhöhung beschlossen. Zwar betonten die Mitglieder laut Sitzungsprotokoll die robuste Verfassung des Arbeitsmarkts, zeigten sich jedoch angesichts der schwächeren Entwicklung der Industrieproduktion und der Konsumausgaben im vergangenen Quartal besorgt (die positiven Werte für den Januar lagen dem Ausschuss zum Zeitpunkt des Treffens noch nicht vor). Entscheidend dürfte letztendlich jedoch die Volatilität an den internationalen Finanzmärkten und die gestiegenen Unsicherheit bezüglich der Konjunktur in einigen Schwellenländern gewesen sein.⁸ Aus diesem Grund gehen wir davon aus, dass die Fed auch im März den Leitzins noch unangetastet lässt. Für den weiteren Prognosezeitraum schließen wir uns den Markterwartungen an und rechnen mit Zinserhöhungen von insgesamt 50 Basispunkten bis Ende 2017.

⁸ So waren die Turbulenzen in China im vergangenen Sommer einer der Gründe, dass die Fed die erste Zinsanhebung von September auf Dezember verschob.

Kasten 2:**Zu Produktionspotenzial und Produktionslücke in den Vereinigten Staaten**

Schätzungen der Produktionslücke basieren häufig auf Produktionsfunktionsansätzen sowie auf Modellen des allgemeinen Gleichgewichts (DSGE-Modelle), wie sie beispielsweise in Zentralbanken häufig für Politiksimulationen eingesetzt werden. Diese Modelle kommen vielfach zu dem Ergebnis, dass sich die Produktionslücke im Anschluss an die Finanzkrise sehr weit geöffnet hat und derzeit immer noch ein beträchtliches Niveau aufweist. Solche Ergebnisse stehen im Widerspruch zu vielen Analysen über die Auswirkungen von Finanzkrisen, die darauf hindeuten, dass solche Krisen permanente Auswirkungen auf die wirtschaftliche Aktivität haben und somit potenzialwirksam sind (Furceri und Mourougane 2012; Schularick und Taylor 2012) mit der Folge, dass die Produktionslücke deutlich geringer sein dürfte als vielfach ausgewiesen. In diesem Kasten wird außerdem gezeigt, dass die Schätzungen der Produktionslücke auf Basis von DSGE-Modellen für die Vereinigten Staaten dadurch verzerrt sind, dass sie nur unzureichend demographische Faktoren bei der Bestimmung des Arbeitsvolumens berücksichtigen (Wolters 2016). Als Schlussfolgerung ergibt sich, dass die Produktionslücke in den letzten Jahren deutlich weniger negativ gewesen sein dürfte, als von vielen Standardverfahren bisher ausgewiesen und das sie seit 2015 positiv ist.

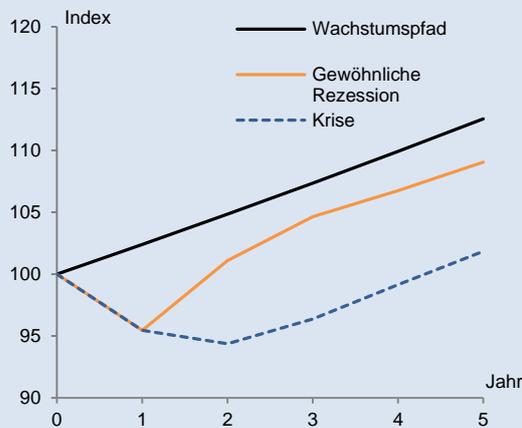
Die Schätzung des Produktionspotenzials steht im Anschluss an Finanzkrisen vor besonderen Herausforderungen

Die Produktionslücke – die Differenz von tatsächlicher Produktion und Produktionspotenzial – ist zentral für die konjunkturelle Einschätzung und die Ausrichtung der Wirtschaftspolitik. Sie kann jedoch nicht direkt beobachtet werden und ihre Schätzung unterliegt – gerade am aktuellen Rand – einer erheblichen Unsicherheit (Orphanides und van Norden 2002). Die ungewöhnlich starken Einbrüche der wirtschaftlichen Aktivität in vielen Volkswirtschaften im Zuge der Finanzkrise (sowie in einigen Volkswirtschaften im Zuge der Schuldenkrise im Euroraum) stellt die Schätzung der Produktionslücke vor besondere Herausforderungen, da sie die Trennung zwischen Produktionspotenzial und Produktionslücke zusätzlich erschweren. Studien, die die Auswirkungen von Finanzkrisen analysieren, zeigen, dass die Einbrüche der gesamtwirtschaftlichen Aktivität in Finanzkrisen in der Regel besonders persistent sind (siehe z.B. Reinhart und Rogoff 2008) und dass die Erholungen im Anschluss an solche Krisen ungewöhnlich schwach sind (Boysen-Hogrefe et al. 2016). Dies spricht dafür, dass das Ausmaß der Produktionslücke im Anschluss an solche Krisen überschätzt werden könnte, da Standardverfahren zur Schätzung der Produktionspotenzials in der Regel auf Filterverfahren beruhen, die einen dauerhaften Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Aktivität nur mit großer zeitlicher Verzögerung einer Änderung des Potenzials zuschreiben würden.

Standardverfahren weisen vielfach noch eine hohe Produktionslücke für die Vereinigten Staaten aus, während der Verlauf der Erholung eher dafür spricht, dass die Produktionslücke geschlossen ist oder sogar positiv ist

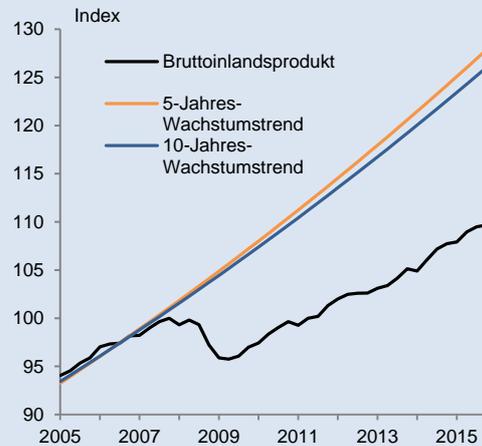
In den Vereinigten Staaten hat sich die Erholung im Anschluss an die Finanzkrise nahezu idealtypisch zu den Ergebnissen in der Literatur entwickelt (Abbildung K2-1). Dies spräche dafür, dass ein beträchtlicher Teil des Rückgangs des wirtschaftlichen Einbruches im Vergleich zum Vorkrisentrend auf einen Rückgang des Produktionspotenzials zurückzuführen ist. Gängige Verfahren zur Schätzung der Produktionslücke kommen jedoch zumeist zu anderen Ergebnissen. So hat sich die Produktionslücke nach den Ergebnissen von IWF und OECD sowie des Congressional Budget Office sehr weit geöffnet und wird selbst im Jahr 2017 noch negativ sein (Abbildung K2-2). Einzig das Verfahren der Europäischen Kommission ermittelt eine Produktionslücke, die sich bereits im Jahr 2015 geschlossen hat und im Prognosezeitraum positive Werte annimmt. Schätzungen, die auf Modellen des allgemeinen Gleichgewichts (DSGE-Modelle) basieren, kommen ebenfalls in der Regel zu dem Ergebnis, dass die Produktionslücke in den Vereinigten Staaten noch weit geöffnet ist (Barsky et al. 2014; Del Negro et al. 2013 und 2015). In einem aktuellen Beitrag zeigt Wolters (2016) jedoch, dass die Schätzungen der Produktionslücke für die Vereinigten Staaten auf Basis von DSGE-Modellen dadurch verzerrt sind, dass sie demographische Faktoren bei der Bestimmung des Arbeitsvolumens nicht berücksichtigen.

Abbildung K2-1:
Erholungen nach Finanzkrisen und nach
gewöhnlichen Rezessionen



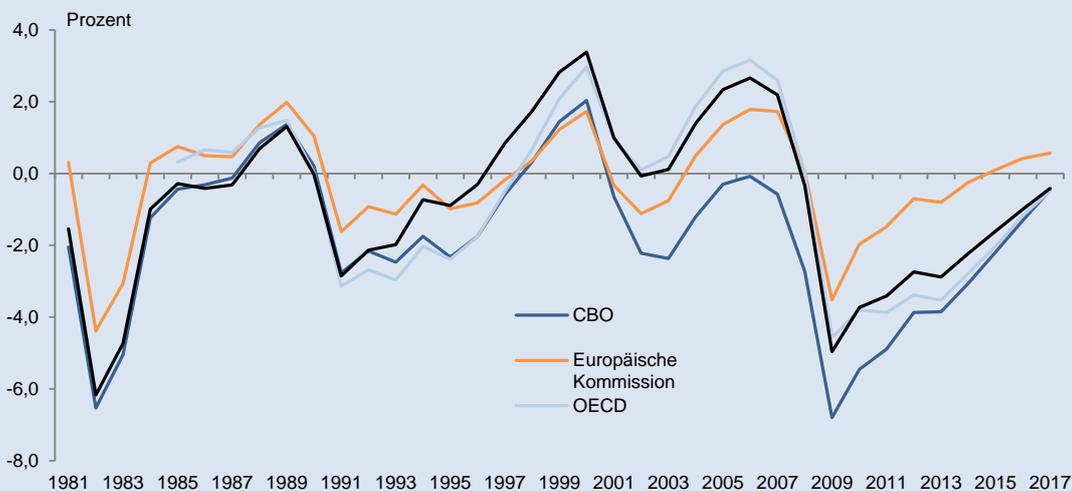
Jahresdaten, preisbereinigt; Bruttoinlandsprodukt als Index (Jahr 0=100); Erholung nach einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts von 5 Prozent im Jahr 1; in Anlehnung an die Ergebnisse von Boysen-Hogrefe et al. (im Erscheinen).

Erholung in den Vereinigten Staaten im Anschluss
an die Finanzkrise 2005–2015



Quartalsdaten, preis- und saisonbereinigt; Bruttoinlandsprodukt: viertes Quartal 2007=100; Wachstumstrends wurde anhand eines log-linearen Trends in den 5 bzw.10 Jahren vor Beginn der Krise im vierten Quartal 2007 geschätzt.

Abbildung K2-2:
Aktuelle Schätzungen für die Produktionslücke in den Vereinigten Staaten 1981–2017



Jahresdaten; CBO: Congressional Budget Office.

Quelle: Congressional Budget Office (CBO), *Congressional Budget Office Forecasts*; Europäische Kommission, *AMECO*; OECD, *Economic Outlook*; IMF, *World Economic Outlook*.

DSGE-Modelle zur Schätzung des Produktionspotenzials

Bei der Schätzung von DSGE-Modellen können nicht beobachtbare Variablen wie die Produktionslücke in einem theoretischen konsistenten Modellrahmen geschätzt werden. Oft werden ohne weitere Diskussion für solche Schätzungen dieselben Daten verwendet wie in der viel zitierten Studie von Smets und Wouters (2007). Wolters (2016) zeigt, dass dies problematisch ist, da die Schätzergebnisse und somit auch die geschätzte Produktionslücke stark von den verwendeten Daten abhängen. Dies gilt insbesondere für das Arbeitsvolumen, das für gewöhnlich anhand der Pro-Kopf-Arbeitsstunden im Privatsektor gemessen wird. In der Regel wird unterstellt, dass die Pro-Kopf-Arbeitsstunden stationär sind (das bedeutet, dass sie insbesondere keinem Trend folgen), was allerdings mit den Daten nicht im

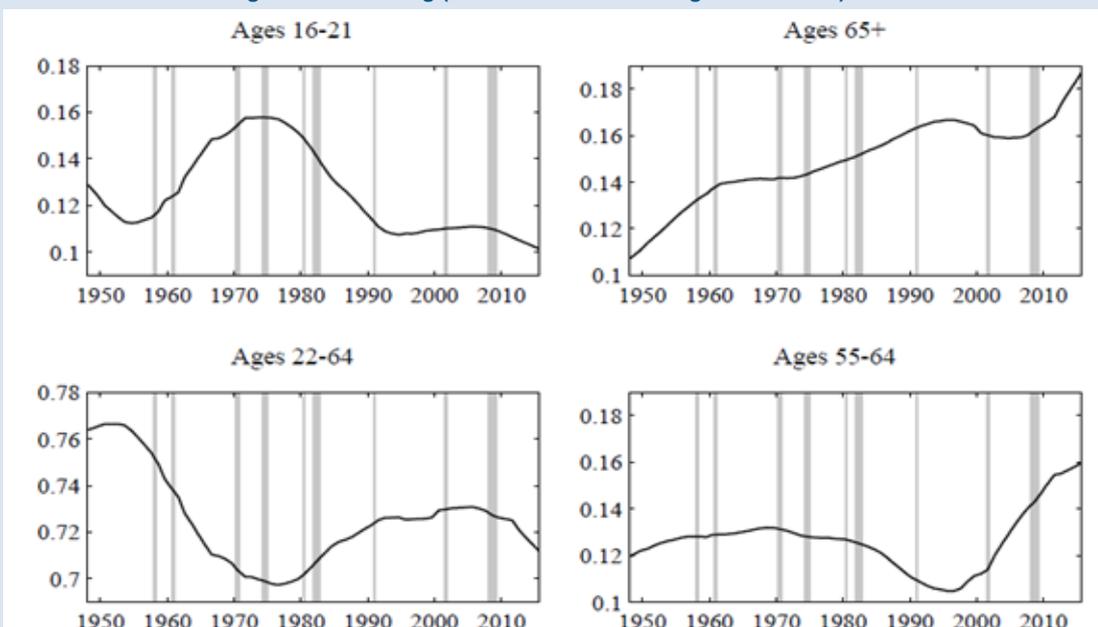
Einklang steht. Sie weisen vielmehr erkennbar langfristige Trends auf. Neben sektoralen Verschiebungen aus dem privaten in den öffentlichen Sektor spielen hier vor allem demographische Veränderungen eine große Rolle. Berücksichtigt man diese Trends in den Modellannahmen nicht, so werden diese fälschlicherweise durch das Modell als zyklische Schwankungen interpretiert, was zu einer Verfälschung der geschätzten Produktionslücke führt.

Die Rolle demographischer Veränderungen für die Zahl der geleisteten Arbeitsstunden in den Vereinigten Staaten hat zugenommen

Die Jahrgänge von 1946 bis 1964 waren in den USA besonders geburtenstark (Babyboomer-Generation). Da Menschen während ihrer Ausbildung und nach dem aktiven Erwerbsleben weniger arbeiten als im mittleren Alter zwischen ungefähr 22 und 65 Jahren, hat die Kohorte der Babyboomer-Generation einen starken Einfluss auf die Pro-Kopf-Arbeitsstunden. Aufgrund der Babyboomer-Generation war der Anteil der 16–21-Jährigen zwischen 1962 und 1985 besonders hoch und gleichzeitig der Anteil der 22–64-Jährigen besonders niedrig (Abbildung K2-3). Dies führte aufgrund der geringeren Arbeitsstunden der 16–21-Jährigen in diesem Zeitraum zu sehr niedrigen aggregierten Pro-Kopf-Arbeitsstunden. Seitdem die Babyboomer-Generation in den 1980er Jahren das Erwachsenenalter erreicht hatte, stieg der Anteil der 22–64-Jährigen in der Bevölkerung stark an, während der Anteil der 16–21-Jährigen wieder fiel. Dementsprechend stiegen die aggregierten Pro-Kopf-Arbeitsstunden. Für die aktuelle Situation ist besonders interessant, dass 2016 die Babyboomer-Generation zwischen 52 und 70 Jahre alt ist, also nach und nach in das Rentenalter eintritt. Dementsprechend steigt seit einigen Jahren der Anteil der über 65-jährigen stark an, während der Anteil der 22–64-Jährigen in der Bevölkerung fällt. Dies hat dazu geführt, dass die aggregierten Pro-Kopf-Arbeitsstunden seit ungefähr 2008 stark rückläufig sind.

Abbildung K2-3:

Alterszusammensetzung der Bevölkerung (Prozent der Bevölkerung ab 16 Jahren) 1950–2010



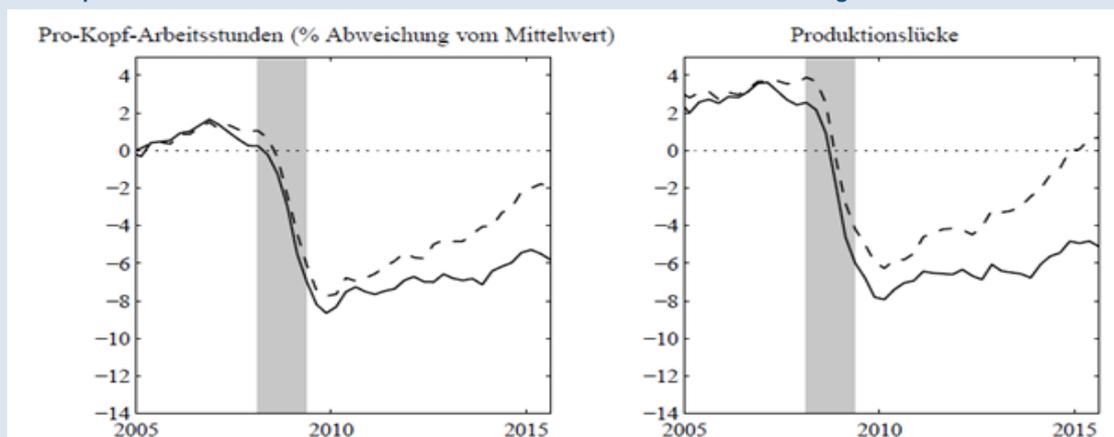
Diese demographischen Veränderungen der Pro-Kopf-Arbeitsstunden sind in DSGE-Modellen in der Regel nicht modelliert. Dementsprechend werden sie mit diesen Modellen statt als Änderung des Arbeitskräftepotenzials als zyklische Schwankungen der Arbeitsstunden interpretiert. Dies ist insbesondere für die Schätzung von Produktionslücken sehr problematisch, da in DSGE-Modellen ein enger Zusammenhang zwischen Pro-Kopf-Arbeitsstunden und der Produktionslücke besteht (Sala et al. 2010). Sinken die Pro-Kopf-Arbeitsstunden, so führt dies zu einer negativen Produktionslücke. Dass die Verrentungswelle der Babyboomer-Generation in den vergangenen Jahren zu einem starken Rückgang der Pro-Kopf-Arbeitsstunden geführt hat, wirkt in DSGE-Modell-basierten Schätzungen seit etwa 2008 auf eine negative Produktionslücke hin. So finden beispielsweise Del Negro et al. (2015a) mit dem DSGE-Modell der New Yorker Niederlassung der amerikanischen Zentralbank eine Produktionslücke von

-3 Prozent im Jahr 2015 und Barsky et al. (2014) mit einem ähnlichen Modell sogar eine Produktionslücke von -15 Prozent im Jahr 2013. Während das Ergebnis von Barsky et al. (2014) sehr extrem erscheint, ist die Schätzung von Del Negro et al. (2015a) zunächst plausibel, da sie mit den gängigen Schätzungen, etwa von vielen internationalen Organisationen, vereinbar ist.

Wolters (2016) zeigt, dass DSGE-Modell-basierte Schätzungen, die seit der Finanzkrise permanent negative Produktionslücken anzeigen, nicht auf eine schwache konjunkturelle Erholung von der Finanzkrise zurückzuführen sind, sondern auf den gleichzeitigen Beginn der Verrentungswelle der Babyboomer-Generation und den dadurch verursachten Rückgang der Pro-Kopf-Arbeitsstunden, der von DSGE-Modellen fälschlicherweise als zyklische Wirtschaftsschwäche und nicht als Rückgang des Produktionspotentials interpretiert wird. Bereinigt man die Pro-Kopf-Arbeitsstunden mittels der Methode von Francis und Ramey (2009) um demographische Kohorteneffekte auf die Entwicklung der Pro-Kopf-Arbeitsstunden, so dass nur die zyklische Dynamik der Arbeitsstunden erhalten bleibt (die von DSGE-Modellen auch richtig als solche interpretiert werden können), so schließt sich die DSGE-Modell-basierte Produktionslücke von der Finanzkrise bis 2015.

Abbildung K2-4 zeigt auf der linken Seite als durchgezogene Linie die Pro-Kopf-Arbeitsstunden im Privatsektor wie sie in den meisten DSGE-Modellen als beobachtbare Variable genutzt werden. Es ist ersichtlich, dass diese während der Finanzkrise gefallen sind und seitdem auf niedrigem Niveau verharren. Nimmt man hingegen die Arbeitsstunden aus allen Sektoren – zur Vermeidung von Substitutionseffekten zwischen dem privaten und dem öffentlichen Sektor – und bereinigt man diese um demographische Effekte, so steigen die Pro-Kopf-Arbeitsstunden nach der Finanzkrise wieder an, wie die gestrichelte Linie zeigt. Nutzt man ein Standard-DSGE-Modell mit den beiden verschiedenen Maßen für die Pro-Kopf-Arbeitsstunden als beobachtbare Variable, so ergeben sich die in der rechten Graphik gezeigten Produktionslückenschätzungen. Während die Zeitreihe der unbereinigten Pro-Kopf-Arbeitsstunden zu einer permanent negativen Produktionslücke seit der Finanzkrise führt, zeigt die Schätzung mit der demographisch bereinigten Pro-Kopf-Arbeitsstundenzeitreihe, dass sich die Produktionslücke in den Jahren nach der Finanzkrise schließt. Die beschriebene demographische Entwicklung wird sich in den nächsten Jahren verstärken, da sich der Anteil derjenigen der Babyboomer-Generation, die das Renteneintrittsalter erreicht hat, noch erhöht (siehe Anteil der 55-64-Jährigen in Abbildung K2-3). Dementsprechend wichtig ist es, entweder die DSGE-Modelle so anzupassen, dass sie die demographische Entwicklung korrekt berücksichtigen oder die Daten so zu bereinigen, dass permanente demographische Veränderungen herausgerechnet und nicht fälschlicherweise als zyklische Entwicklungen interpretiert werden. Andernfalls werden Produktionslückenschätzungen mit DSGE-Modellen in der nächsten Dekade weiterhin systematisch stark nach unten verzerrt.

Abbildung K2-4:
Pro-Kopf-Arbeitsstunden und DSGE-Modell-basierte Produktionslückenschätzung 2005–2015



(Linke Graphik: durchgezogene Linie: Pro-Kopf-Arbeitsstunden im Non-Farm-Business Sector, gestrichelte Linie: Pro-Kopf-Arbeitsstunden in allen Sektoren, demographisch bereinigt; Rechte Graphik: Produktionslückenschätzung basierend auf den beiden Pro-Kopf-Arbeitsstundenzeitreihen der linken Graphik in einem ansonsten gleichen Modell).

Die Produktionslücke in den Vereinigten Staaten dürfte im Großen und Ganzen geschlossen sein

Die Ergebnisse von Wolters (2016) deuten darauf hin, dass die Produktionslücke in den Vereinigten

Staaten im Jahr 2015 mehr oder weniger geschlossen gewesen ist. Dieses Ergebnis steht zwar im Widerspruch zu Schätzungen von einigen internationalen Organisation oder des Congressional Budget Office, jedoch im Einklang mit der Literatur zu den Auswirkungen von Finanzkrisen. Wäre die Produktionslücke in den Vereinigten Staaten tatsächlich geschlossen, hätte dies erhebliche Implikationen für die Wirtschaftspolitik. So erscheint die sehr expansiv ausgerichtete Geldpolitik der Fed eher für eine deutlich geöffnete Produktionslücke angemessen, zumal sich die Inflation rasch dem Ziel der Fed nähern dürfte und sich die Arbeitslosenquote auf einem recht niedrigen Niveau befindet. Zudem wäre der Konsolidierungsbedarf beim Bundeshaushalt mit einem strukturellen Defizit von dann rund 3 Prozent deutlich höher als vielfach angenommen.

Die andauernde Niedrigzinspolitik birgt Risiken. Es verdichten sich die Hinweise, dass die Produktionslücke in den Vereinigten Staaten deutlich kleiner ist als von vielen Schätzungen unterstellt. Darauf deutet beispielsweise eine DSGE-modellbasierte Analyse, die demographische Kohorteneffekte beim Arbeitsvolumen berücksichtigt (Kasten 2). Angesichts einer an der Grenze der Normalauslastung arbeitenden Volkswirtschaft und einer Kerninflationsrate, die auf das Notenbankziel zusteuert, ist eine Fortsetzung der seit 2009 andauernden Niedrigzinspolitik daher mit erheblichen Risiken verbunden. Diese bestehen nicht nur in einem eventuellen Überschießen des Inflationsziels, sondern auch in der Verzerrung von Vermögenspreisen und der Fehlallokation von Ressourcen (Borio 2014).

Die Finanzpolitik bleibt neutral ausgerichtet. Die Phase fiskalischer Konsolidierung, in der das Budgetdefizit in den Vereinigten Staaten (Bundeshaushalt) zwischen 2009 und 2015 von 9,8 Prozent auf 2,5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt gesunken ist, ist zu Ende gegangen. Der Abbau der in Reaktion auf die Finanzkrise beschlossenen Steuer- und Abgabenerleichterungen, der für den Großteil der fiskalischen Restriktionswirkung verantwortlich war, ist weitgehend abgeschlossen. Hinzu kommt, dass steigende Steuereinnahmen es den Bundesstaaten und den lokalen Gebietskörperschaften inzwischen erlauben, ihre Ausgaben wieder merklich auszudehnen. So verzeichneten denn auch die Staatsausgaben im vergangenen Jahr einen geringen, aber positiven Expansionsbeitrag. Wir erwarten, dass es im Vorfeld der im November stattfindenden Präsidentschaftswahlen keine gravierenden finanzpolitischen Entscheidungen geben wird, so dass

die Finanzpolitik, wie bereits im Vorjahr, in etwa neutral ausgerichtet sein wird. Im laufenden Haushaltsjahr (Oktober bis September) dürfte sich das Budgetdefizit auf 2,9 Prozent belaufen und im weiteren Prognosezeitraum auf ähnlichem Niveau verbleiben. Bei einer nahezu geschlossenen Produktionslücke entspräche dies auch dem strukturellen Defizit. Angesichts der im Zuge der Finanzkrise stark gestiegenen Schuldenlast der öffentlichen Hand und den zukünftig vermutlich steigenden Kosten im Gesundheitssektor, spräche dies für einen erheblichen Konsolidierungsbedarf. Die Ausrichtung der Finanzpolitik im Jahr 2017 ist angesichts der Präsidentschaftswahlen im November 2016 besonders ungewiss, zumal die Möglichkeit besteht, dass sich ein Kandidat mit radikalen Positionen durchsetzt. Für die Prognose haben wir einen weiterhin konjunkturneutralen Kurs unterstellt.

Im Prognosezeitraum dürfte die Konjunktur wieder an Fahrt gewinnen. Für die erste Hälfte des laufenden Jahres rechnen wir mit deutlich höheren Zuwächsen des Bruttoinlandsprodukts als Ende vergangenen Jahres, da die wesentlichen Auftriebskräfte der Erholung intakt bleiben. So dürften die Realeinkommen bei steigenden Löhnen und sinkender Arbeitslosigkeit weiter kräftig zulegen. Hinzu kommt eine trotz begonnener Straffung weiterhin expansive Geldpolitik, die angesichts der fortgeschrittenen Entschuldungsbemühungen der Haushalte und Firmen eine größere Wirksamkeit entfalten dürfte. Der Investitionsdynamik, die zuletzt auch unter Sondereffekten in der Schieferölindustrie litt, dürfte das monetäre Umfeld ebenfalls zu Gute kommen. Infolge der schwachen Entwicklung zum Jahresende haben wir dennoch unsere Prognose nach un-

ten korrigiert: wir erwarten einen Anstieg von 2,3 Prozent in diesem Jahr (Winterprognose: 2,8 Prozent). Für das Jahr 2017 rechnen wir mit einem Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion von 2,8 Prozent (Tabelle 4). Die robuste Entwicklung am Arbeitsmarkt wird im Prognosezeitraum andauern: wir gehen von einem Absinken der Arbeitslosenquote auf 4,7 bzw. 4,6 Prozent aus. Trotz niedrigerer Energiepreise und einem starken US-Dollar erwarten wir einen Anstieg der Verbraucherpreise um 1,5 Prozent; bereits im nächsten Jahr dürfte die Teuerungsrate mit 2,4 Prozent schon über dem Inflationsziel der Fed liegen. Risiken für unsere Prognose sehen wir vor allem in der starken Aufwertung des US-Dollar. Sollte diese sich ungebremst fortsetzen oder gar beschleunigen, dürfte dies die Exporttätigkeit noch stärker belasten als dies ohnehin schon der Fall ist. Ähnliches gilt für den Fall einer krisenhaften Entwicklung im Rest der Welt.

Tabelle 4:
Eckdaten zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten
2014–2017

	2014	2015	2016	2017
Bruttoinlandsprodukt	2,4	2,4	2,3	2,8
Inländische Verwendung	2,5	3,0	2,5	3,1
Private Konsumausgaben	2,7	3,1	2,7	2,8
Konsumausgaben des Staates	-0,6	0,8	1,5	1,8
Anlageinvestitionen	5,3	4,0	3,3	6,2
Ausrüstungen	5,8	3,1	3,1	4,6
Geistige Eigentumsrechte	5,2	5,8	3,1	5,9
Gewerbliche Bauten	8,1	-1,5	-1,9	5,9
Wohnungsbau	1,8	8,8	8,1	7,2
Vorratsveränderungen	0,1	0,2	-0,1	0,0
Außenbeitrag	-0,2	-0,7	-0,2	-0,2
Exporte	3,4	1,1	2,1	5,6
Importe	3,8	5,0	3,2	6,5
Verbraucherpreise	1,6	0,1	1,5	2,4
Arbeitslosenquote	6,2	5,3	4,7	4,6
Leistungsbilanzsaldo	-2,2	-2,6	-2,4	-2,3
Budgetsaldo (Bund)	-2,8	-2,5	-2,9	-2,9

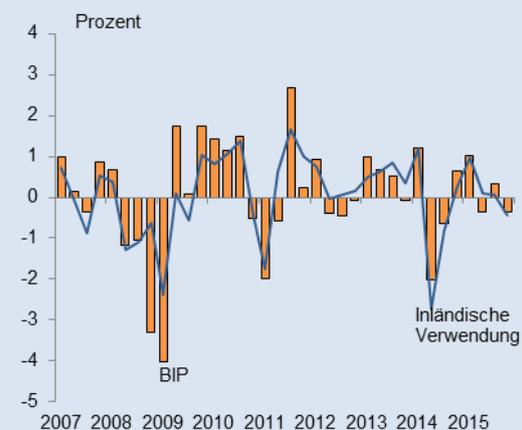
Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. Außenbeitrag, Vorratsveränderungen: Lundberg-Komponente. Arbeitslosenquote: in Prozent der Erwerbspersonen. Leistungsbilanzsaldo, Budgetsaldo: in Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts. Budgetsaldo: Fiskaljahr.

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.

Schwache konjunkturelle Dynamik in Japan

Die Konjunktur hat sich zuletzt abgeschwächt, gleitet aber wohl nicht in eine Rezession ab. Die konjunkturelle Erholung von der durch die Mehrwertsteuererhöhung im Frühjahr 2014 ausgelösten Rezession ist im vergangenen Jahr ins Stocken geraten. Das Bruttoinlandsprodukt ist seit dem Frühjahr in der Grundtendenz nicht mehr gestiegen, die Industrieproduktion war sogar deutlich rückläufig. Im vierten Quartal sank das Bruttoinlandsprodukt um 0,3 Prozent (Abbildung 18). Dabei stiegen freilich die Unternehmensinvestitionen verstärkt an. Die monatlich verfügbaren Auftragseingänge im Maschinenbau – ein Frühindikator für die Investitionstätigkeit – sind zudem bis zuletzt gestiegen. Die robusten Investitionen sprechen dagegen, dass die japanische Wirtschaft erneut in eine Rezession gerutscht ist. Maßgeblich für den Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion war der private Konsum, der freilich häufig durch temporäre Faktoren und Sondereffekte getrieben wird. In der Grundtendenz ist er wohl weiter leicht aufwärts gerichtet, auch

Abbildung 18:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Japan 2007–2015



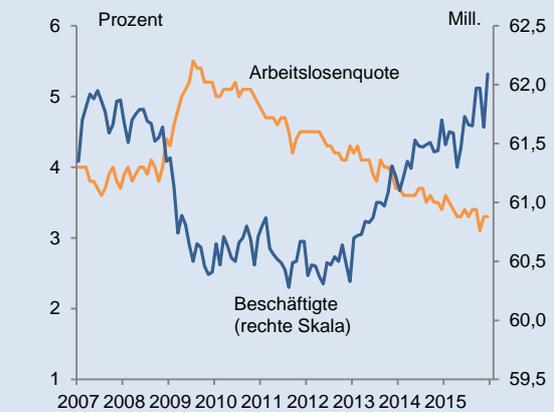
Quartalsdaten; preis- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal.

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

wenn sich sowohl der Anstieg der Beschäftigung als auch die Lohnzuwächse gegen Jahresende wieder abgeschwächt haben. Hierfür spricht, dass das Verbrauchervertrauen zur Jahreswende das höchste Niveau seit zwei Jahren erreichte. Deutlich rückläufig waren auch die Exporte. Neben der Ausfuhr in die asiatischen Nachbarländer neigten zuletzt auch die Lieferungen in die Vereinigten Staaten zur Schwäche. Da die Importe gleichzeitig aber noch stärker nachgaben, ergab sich vom Außenhandel rein rechnerisch ein geringer positiver Beitrag zum Bruttoinlandsprodukt.

Die Dynamik am Arbeitsmarkt hat sich etwas verringert. Die Zahl der Beschäftigten war im Verlauf des Jahres zeitweise deutlich aufwärts gerichtet, im Schlussquartal kam der Beschäftigungsaufschwung jedoch ins Stocken. Die Arbeitslosenquote sank bis auf 3,1 Prozent im Oktober, stieg danach aber leicht auf 3,3 Prozent an (Abbildung 19). Gleichzeitig erhöhte sich die Zahl der offenen Stellen je Stellensuchenden – ein in Japan viel beachteter Indikator für die Lage am Arbeitsmarkt – jedoch weiter, wenn auch nicht mehr so stark wie im Sommer. Er ist inzwischen auf das höchste Niveau seit 1992 gestiegen. Für eine zunehmende Knappheit von Arbeitskräften auf dem japanischen Arbeitsmarkt, spricht auch, dass sich die Zahl der Beschäftigten mit regulären Arbeitsverträgen weiter überproportional erhöht hat. Der über viele Jahre zu beobachtende Trend zu einem Abbau der arbeitsrechtlich stark geschützten Kernbelegschaften zugunsten von Randbelegschaften mit geringerer Entlohnung ist wohl zu einem Ende gekommen. Der Lohnanstieg, der 2014 vor dem Hintergrund des deutlichen inflationsbedingten Kaufkraftentzuges etwas angezogen hatte, verlangsamte sich wieder etwas. Die Tariflöhne stagnierten zuletzt nur noch, lagen aber weiterhin rund 0,5 Prozent über ihrem Vorjahresniveau.

Abbildung 19:
Arbeitsmarkt in Japan 2007–2015

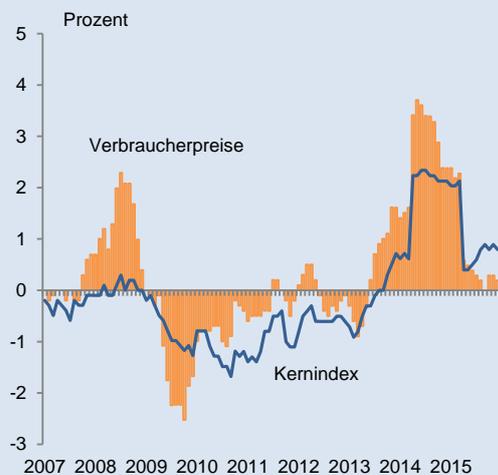


Monatsdaten; saisonbereinigt.

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

Die Inflationsrate liegt infolge der gesunkenen Energiepreise wieder nahe null. Nach Jahren der Deflation sind die Verbraucherpreise in den vergangenen beiden Jahren wieder gestiegen. Allerdings war der Preisauftrieb wesentlich durch höhere Importpreise aufgrund der starken Abwertung und die Mehrwertsteuererhöhung im April 2014 bedingt. Mit Fortfall des mehrwertsteuerbedingten Anstiegs aus dem Vorjahresvergleich fiel die Inflationsrate im April 2015 allerdings auf 0,6 Prozent und ging in der Folge weiter zurück (Abbildung 20). Im Januar 2016 lag sie bei null. Die von der Bank von Japan als Referenzgröße herangezogene Inflationsrate, die von Veränderungen der Preise für unverarbeitete Nahrungsmittel bereinigt ist, war sogar leicht negativ. Gedrückt wurde die Inflationsrate vor allem durch die Energiepreise. Die Kernrate, bei der diese zusätzlich ausgeblendet werden, belief sich zuletzt auf 0,7 Prozent. Damit ist die Inflationsrate weiterhin deutlich niedriger als das Inflationsziel der Notenbank von 2 Prozent, und die Aussichten für ein Anziehen der Inflation haben sich angesichts der in den vergangenen Monaten erfolgten Aufwertung des Yen und der wieder schwächer steigenden Löhne zuletzt verschlechtert.

Abbildung 20:
Verbraucherpreisanstieg in Japan 2007–2015



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

Quelle: Statistics Bureau of Japan, Consumer Price Index.

Die Bank von Japan gestaltet die Geldpolitik noch expansiver. Anfang April 2013 hatte die japanische Notenbank als einen Teil der wirtschaftspolitischen Strategie der neuen Regierung („Abenomics“) beschlossen, die Zentralbankgeldmenge innerhalb von zwei Jahren durch den Kauf von Wertpapieren – insbesondere Staatsanleihen mit längerer Laufzeit – zu verdoppeln, um die Inflation mittelfristig auf 2 Prozent anzuheben. Vor dem Hintergrund des neuerlichen konjunkturellen Rückschlags im Nachklang der Mehrwertsteuererhöhung wurde Ende Oktober 2014 angekündigt, das Volumen der monatlichen Wertpapierkäufe nochmals auszuweiten, die durchschnittliche Restlaufzeit weiter zu erhöhen und den geldpolitischen Expansionskurs beizubehalten, bis die Inflationsrate nachhaltig auf Ziel gebracht ist. Im Dezember 2015 wurden weiter technische Änderungen beschlossen, um die Wirksamkeit der Geldpolitik zu steigern; so wurde der Anteil langlaufender Anleihen weiter erhöht. Im Februar überstieg die Zentralbankgeldmenge ihr Niveau von vor der Implementierung der neuen geldpolitischen Strategie um den Faktor 2,8. Ende Januar 2016 beschloss die Bank von Japan (wenn auch nur mit knapper Mehrheit der Zentralbank-

ratsmitglieder) zusätzlich die Einführung eines Negativzinses von 0,1 Prozent auf bei der Notenbank gehaltene Überschussreserven, wobei allerdings vorerst nur ein Teil betroffen ist. Maßgeblich für diesen Schritt war vermutlich die deutliche Aufwertung des Yen, die sich Anfang Dezember gegenüber dem US-Dollar ergeben hatte, der mit diesem Signal begegnet werden sollte. Sie wurde freilich durch die Entscheidung nicht gestoppt und beträgt inzwischen rund 10 Prozent. Gleichzeitig wurde angesichts der wieder nachlassenden Inflation der Zeitraum, in dem das Inflationsziel erreicht sein soll, von Herbst 2016 auf das Sommerhalbjahr 2017 verschoben. Ein Ende des monetären Expansionskurses oder eine Anhebung der Notenbankzinsen, die seit 2010 praktisch bei null liegen, ist angesichts des aktuell stagnierenden Preisniveaus vorerst nicht zu erwarten.

Die Finanzpolitik wird in diesem Jahr leicht expansiv ausgerichtet sein, im nächsten Jahr restriktiv. Im Jahr 2014 reagierte die Regierung auf die Konjunkturschwäche, indem sie die für den Herbst 2015 vorgesehene neuerliche Mehrwertsteuererhöhung um weitere zwei Prozentpunkte auf April 2017 verschoben hat. Zum Beginn des Fiskaljahrs 2015 (April 2015 bis März 2016) wurde der Körperschaftsteuersatz von 34,6 Prozent um 2,5 Prozentpunkte gesenkt. Dies ist Teil eines Steuersenkungsprogramms, dem im laufenden Jahr ein weiterer, wenn auch geringerer Schritt folgen soll. Die Körperschaftsteuersenkung ist die sichtbarste Maßnahme, die als Teil der sogenannten dritten Säule der Abenomics-Strategie (Strukturreformen) das mittelfristige Wachstum stärken soll. Auf diesem Feld ist die japanische Regierung bislang nur wenig vorangekommen ([Gern 2015: IfW-Box 2015.2](#)). Auf der Ausgabenseite des Haushalts für das im April beginnende Fiskaljahr steht eine Steigerung der Sozialausgaben zur Bewältigung der Lasten der alternden Bevölkerung im Vordergrund. Der budgetierte Anstieg der Steuereinnahmen basiert auf einer Zunahme des Bruttoinlandsprodukts um 1,7 Prozent und erscheint von daher ambitioniert. Im laufenden Jahr dürfte die Finanzpolitik leicht expansiv wirken, die Neuverschuldung wird

aufgrund der leicht anziehenden Konjunktur voraussichtlich dennoch etwas reduziert werden. Für das kommende Jahr ist mit der zweiten Stufe der Mehrwertsteuererhöhung von 8 auf 10 Prozent ein restriktiver Kurs angelegt.

Tabelle 5:
Eckdaten zur Konjunktur in Japan 2014–2017

	2014	2015	2016	2017
Bruttoinlandsprodukt	-0,1	0,5	0,7	0,5
Inländische Verwendung	-0,4	0,1	0,7	0,4
Private Konsumausgaben	-1,0	-1,2	0,3	0,1
Konsumausgaben des Staates	0,1	1,2	1,4	1,0
Anlageinvestitionen	1,2	0,2	1,5	0,7
Unternehmens-				
investitionen	2,8	1,5	2,9	0,8
Wohnungsbau	-5,0	-2,7	1,6	0,6
Öffentliche Investitionen	0,2	-2,0	-2,9	0,2
Lagerinvestitionen	0,2	0,5	-0,1	0,0
Außenbeitrag	0,2	0,3	0,1	0,0
Exporte	8,3	2,7	0,8	2,3
Importe	7,2	0,2	0,4	2,2
Verbraucherpreise	2,7	0,8	0,2	1,4
Arbeitslosenquote	3,6	3,4	3,3	3,2
Leistungsbilanzsaldo	0,5	3,0	3,2	2,6
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo	-7,3	-6,5	-6,0	-5,5

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 den Prognosezeitraum rechnen wir mit einer nur wenig zunehmenden Dynamik der gesamtwirtschaftlichen Aktivität. Die weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen dürften sich zwar etwas verbessern, die Impulse, die davon ausgehen, sind aber angesichts der nur leichten Belebung nicht stark und werden zusätzlich durch die Aufwertung des Yen gedämpft. Bei wieder etwas stärkerer konjunktureller Expansion dürften auch die Löhne allmählich anziehen. Da der Preisauftrieb vorerst wohl kaum deutlich zunehmen wird, dürfte die reale Kaufkraft der Lohneinkommensbezieher spürbar steigen. Im kommenden Jahr wird die Kaufkraft der Verbraucher freilich durch die Mehrwertsteuererhöhung erneut beschnitten werden, was die Konjunktur abermals bremsen dürfte. Für 2016 und 2017 erwarten einen Zuwachs

des Bruttoinlandsprodukts im Jahresdurchschnitt von 0,7 bzw. 0,4 Prozent, nach einer Zunahme in ähnlicher Größenordnung im vergangenen Jahr (Tabelle 5). Die Verbraucherpreise werden voraussichtlich im Jahr 2016 mit 0,2 Prozent nur geringfügig steigen, 2017 wird die Inflationsrate mit 1,4 Prozent mehrwertsteuerbedingt deutlich höher ausfallen.

Leicht beschleunigte Expansion in der Europäischen Union

Die Erholung der Wirtschaft im Euroraum setzt sich in moderatem Tempo fort.⁹ Die wirtschaftliche Expansion hat sich im Verlauf des Jahres zwar verlangsamt, doch blieb die wirtschaftliche Aktivität aufwärts gerichtet, und die Belebung am Arbeitsmarkt setzte sich fort. Im vierten Quartal legte das Bruttoinlandsprodukt erneut um 0,3 Prozent zu (Abbildung 21). Die Unterschiede in der konjunkturellen Entwicklung nahmen dabei allerdings zuletzt wie-

Abbildung 21:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Euroraum 2007–2015



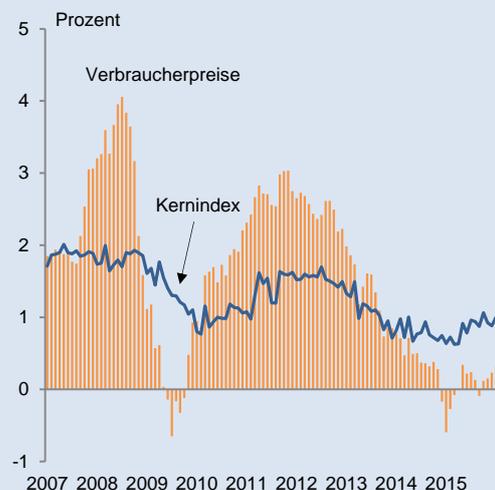
Quartalsdaten; preis- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal.

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*.

⁹ Für eine ausführliche Darstellung der Konjunkturprognose für den Euroraum siehe [Boysen-Hogrefe et al. \(2016\)](#).

der zu. Während sich der kräftige Aufschwung in Spanien nahezu unvermindert fortsetzte, ging das Bruttoinlandsprodukt in mehreren Ländern – neben Griechenland auch in Kroatien und Lettland – zurück. Für 2016 rechnen wir mit einer Fortsetzung der Expansion zunächst in dem zuletzt verzeichneten moderaten Tempo, bevor sich die Konjunktur gegen Ende des Jahres und im kommenden Jahr allmählich kräftigen wird. Dabei wirken die Finanzpolitik leicht und die Geldpolitik deutlich expansiv. Das Bruttoinlandsprodukt dürfte 2016 mit 1,5 Prozent geringfügig schwächer steigen als im vergangenen Jahr. Für 2017 ist ein Zuwachs um 1,9 Prozent zu erwarten. Der private Konsum wird durch eine zunehmende Beschäftigung, etwas stärker steigende Löhne und in diesem Jahr auch nochmals durch energiepreisbedingte Kaufkraftgewinne angeregt. Die Investitionstätigkeit dürfte vor dem Hintergrund verbesserter Finanzierungsbedingungen und günstigerer Absatzaussichten, auch infolge der anhaltend niedrigen Bewertung des Euro, allmählich Tritt fassen. Gedämpft wird die wirtschaftliche Expansion allerdings nach wie vor durch strukturelle Anpassungserfordernisse, die zum Teil nur zögerlich angegangen werden. So dürfte die wirtschaftliche Dynamik in Italien und Frankreich gering bleiben und die Zunahme des Bruttoinlandsprodukts im übrigen Euroraum abermals niedriger ausfallen als in Deutschland. Die Verbraucherpreise werden im Jahresdurchschnitt 2016 nach der Stagnation im Vorjahr abermals kaum zunehmen; für den Februar wurde dank nochmals gesunkener Energiepreise sogar wieder ein leicht negativer Wert ermittelt. Im Verlauf des kommenden Jahres, wenn der Ölpreistrückgang im Vorjahresvergleich keine Rolle mehr spielt, wird die Inflation aber wieder zunehmen. Der zugrundeliegende Preisauftrieb ist zwar gering, aber nach wie vor deutlich positiv (Abbildung 22). Für 2017 rechnen wir mit einer Inflationsrate von 1,3 Prozent (Tabelle 6). Die Arbeitslosenquote wird im Jahr 2016 auf 10,1 Prozent sinken und 2017 weiter auf 9,6 Prozent zurückgehen.

Abbildung 22:
Verbraucherpreisanstieg im Euroraum 2007–2016



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

Quelle: Eurostat.

Tabelle 6:
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2014–2017

	2014	2015	2016	2017
Bruttoinlandsprodukt	0,9	1,5	1,5	1,9
Inländische Verwendung	0,9	1,7	2,1	2,0
Private Konsumausgaben	0,8	1,7	1,5	1,7
Konsumausgaben des Staates	0,8	1,3	1,8	1,8
Anlageinvestitionen	1,4	2,6	3,2	3,2
Vorratsveränderungen	0,0	-0,1	0,1	-0,0
Außenbeitrag	0,0	-0,1	-0,5	-0,1
Exporte	4,1	4,9	2,9	4,6
Importe	4,5	5,6	4,3	5,1
Verbraucherpreise	0,4	0,0	0,2	1,3
Arbeitslosenquote	11,6	10,9	10,1	9,6
Leistungsbilanzsaldo	2,4	3,0	3,1	3,0
Budgetsaldo	-2,6	-2,2	-2,1	-1,9

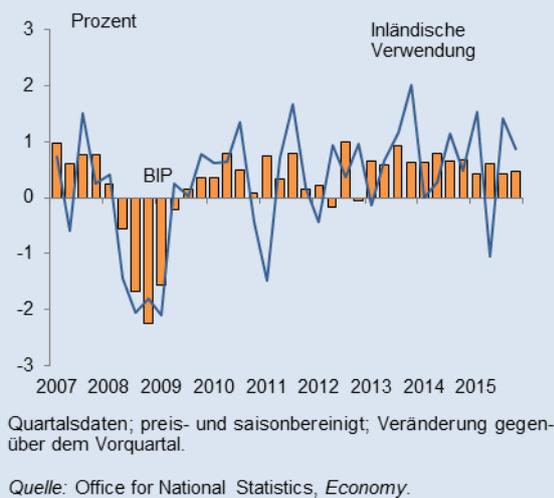
Prozent. Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorjahr. Außenbeitrag, Vorratsveränderungen: Lundberg-Komponente. Verbraucherpreise: harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). Arbeitslosenquote: Anteil an den Erwerbspersonen. Budgetsaldo: In Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt.

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

Die konjunkturelle Expansion im Vereinigten Königreich ist zurzeit robust. Die Wirtschaft im Vereinigten Königreich expandierte im vergangenen Jahr zwar nicht mehr ganz so rasch wie 2014, mit einer Rate von 2,2 Prozent blieb sie aber deutlich aufwärts gerichtet. Auch im vierten Quartal legte das Bruttoinlandsprodukt

mit einer Rate von 0,5 Prozent spürbar zu (Abbildung 23). Stütze der Konjunktur auf der Verwendungsseite war der private Konsum, der von energiepreisbedingten Kaufkraftzuwächsen und leicht anziehenden Löhnen profitierte. Hingegen neigten die Exporte angesichts der Schwäche des Welthandels und einer wieder

Abbildung 23:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Vereinigten Königreich 2007–2015



höheren Bewertung des Pfund Sterling zur Schwäche. Die Anlageinvestitionen gingen wie schon im Vorquartal leicht zurück. Dämpfend wirkte die markante Verringerung der Investitionen im Öl- und Gassektor, möglicherweise schlägt sich hier aber auch bereits die Unsicherheit über die Zukunft des Vereinigten Königreichs in der EU im Vorfeld des für den Juni anberaumten Referendums nieder. Für den Fall eines Austritts wären spürbare Belastungen der britischen Wirtschaft zu erwarten (Kasten 3). Auf der Entstehungsseite ist die Dynamik im Dienstleistungssektor ungebrochen, der rund vier Fünftel der gesamtwirtschaftlichen Produktion erzeugt. Hingegen geht die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe seit dem Sommer vergangenen Jahres zurück, hier lag die Erzeugung zuletzt wieder fast 10 Prozent unter ihrem Niveau vor der Finanzkrise. Die Beschäftigung, die im Aufschwung bisher kräftig gestiegen war, nahm im Verlauf des vergange-

nen Jahres verlangsamt zu, und die Arbeitslosenquote stabilisierte sich bei 5,6 Prozent (Abbildung 24). Vor dem Hintergrund der gestiegenen konjunkturellen Unsicherheit, der verringerten Arbeitsmarktdynamik und angesichts einer Inflationsrate, die zuletzt mit 0,3 Prozent (Januar) deutlich unter dem Ziel von 2 Prozent lag, dürfte die Notenbank auf absehbare Zeit auf Zinserhöhungen verzichten. Wir erwarten, dass die Bank von England nicht vor Mitte des kommenden Jahres beginnen wird, ihre Politik vorsichtig zu straffen. Wir erwarten für 2016 einen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts im Vereinigten Königreich um 2,0 Prozent. Für 2017 rechnen wir mit einer leichten Beschleunigung der Konjunktur (Tabelle 7). Dabei ist unterstellt, dass die Entscheidung zugunsten eines Verbleibs in der EU fällt und die Unsicherheit, die mit einem Austritt verbunden wäre, entfällt.

Abbildung 24:
Arbeitsmarkt im Vereinigtem Königreich 2007–2015



Kasten 3: **Zu den möglichen Auswirkungen eines „Brexit“ ***

Am 23. Juni 2016 wird im Vereinigten Königreich, der zweitgrößten Volkswirtschaft der Europäischen Union, über den Verbleib in der EU abgestimmt. Vor dem Hintergrund einer erstarkenden anti-europäischen UK Independence Party (UKIP) und euroskeptischen Stimmen im eigenen Lager, hatte der konservative Premier David Cameron bereits im Januar 2013 ein Referendum über den Austritt aus der Europäischen Union bis spätestens 2017 angekündigt. Das Gipfeltreffen der Staats- und Regierungschefs der Europäischen Union im Februar 2016 stand daher besonders im Zeichen des so genannten „Brexit“, des möglichen Ausstiegs des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union. Für den Fall eines Verbleibs in der EU konnte die Regierung von David Cameron den anderen Mitgliedsstaaten einige Zugeständnisse abringen. So sollen unter anderem die Mitspracherechte nationaler Parlamente gestärkt und die Ausnahme des Vereinigten Königreichs aus dem Integrationsziel einer „immer engeren Union“ formalisiert werden und Sozialleistungen an EU-Binnenmigranten restriktiver gestaltet werden können (European Council 2016). Falls die Briten sich dennoch gegen eine Mitgliedschaft in der EU entscheiden, stellt sich die Frage nach den wirtschaftlichen Konsequenzen; diese hängen jedoch maßgeblich davon ab, welche vertraglichen Beziehungen an die Stelle einer britischen Vollmitgliedschaft treten.

How to „Brexit“

Mit dem Vertrag von Lissabon wurde ein Austritt aus der EU erstmals rechtlich geregelt. Nach Artikel 50 müsste das Vereinigte Königreich dazu den Europäischen Rat über den Austrittswunsch informieren. Werden keine anderen Vereinbarungen getroffen, erlischt die Mitgliedschaft nach zwei weiteren Jahren automatisch. Diese zwei Jahre stecken letztlich den Zeitrahmen für Austrittsverhandlungen ab, in denen allerdings auch ein alternativer Zeitpunkt für den tatsächlichen EU-Austritt beschlossen werden kann. Sobald ein „Brexit“ formal eingeleitet wird, verhandelt die verbleibende EU-27 mit der britischen Regierung über die Konditionen des Austritts. Die EU-Kommission wird unter Vorgabe von Verhandlungslinien durch die Staats- und Regierungschefs (Europäischer Rat) mit der Verhandlungsführung beauftragt. Diese Verhandlungen beinhalten auch die zukünftigen wirtschaftlichen und politischen Beziehungen des Vereinigten Königreichs unterhalb der vollen EU-Mitgliedschaft und verlaufen formal wie mit einem Nicht-EU Staat. Obwohl eine weiterhin enge wirtschaftliche Bindung im Interesse sowohl der EU als auch des Vereinigten Königreichs wären, gilt das Wohlwollen der EU im Falle eines „Brexit“ als gering, auch um die Attraktivität eines Ausstiegs für andere EU-Mitglieder zu reduzieren (*The Economist* 2016). Die britische Verhandlungsmacht in einer solchen Konstellation wäre daher begrenzt. Vom Ergebnis dieser Verhandlungen allerdings hängt maßgeblich ab, wie „teuer“ ein „Brexit“ das Vereinigte Königreich und die EU wirtschaftlich zu stehen kommt.

„Brexit“-Szenarien und unsichere wirtschaftliche Effekte

Weil die konkrete Ausgestaltung möglicher post-„Brexit“-Beziehungen unklar ist, operieren Studien zu den wirtschaftlichen Effekten eines möglichen Austritts mit verschiedenen Szenarien, die sich an bestehenden Handelsbeziehungen der EU mit Nicht-EU Staaten, wie Norwegen, der Schweiz, oder der Türkei, orientieren (vgl. Irwin 2015 für einen ausführlichen Überblick). In einem optimistischen Szenario, in dem das Vereinigte Königreich ähnlich wie Norwegen und die Schweiz einen weitreichenden Zugang zum EU Binnenmarkt erhielte, beliefen sich einer Studie der Bertelsmann Stiftung zufolge die Einbußen noch immer auf 0,6 Prozent des realen pro Kopf BIP des Vereinigten Königreichs im Jahr 2030 (Schoof et al. 2015). In einem solchen Szenario wären die Briten verpflichtet, weiterhin große Teile des „acquis communautaire“, des gemeinsamen europäischen Regelwerkes, zu übernehmen – jedoch ohne diese Regeln zukünftig mitgestalten zu können; vor dem Hintergrund der Forderungen der „Brexit“-Befürworter nach mehr Souveränität eine politisch heikle Option. In einem pessimistischen Szenario, in dem keine speziellen Handelsbeziehungen mit der EU jenseits bestehender internationaler Regeln, wie denen der WTO, vereinbart würden, lägen die geschätzten Einbußen bei rund 3 Prozent (Schoof et al. 2015; vgl. auch Ottaviano et al. 2014). Die wirtschaftlichen Effekte für die Gesamt-EU werden niedriger geschätzt als die für das Vereinigte Königreich (-0,1 Prozent im optimistischen Szenario und -0,4 Prozent im pessimistischen Szenario (Schoof et al. 2015; vgl. auch Buiter et al. 2015). Diese Effekte wären aber zwischen verschiedenen EU-Ländern ungleich verteilt. Irland wäre aufgrund der engen ökonomischen Verbindungen vermutlich stärker betroffen als andere Mitgliedsstaaten (Barrett et al. 2015; Purdue und Huang 2015; Schoof et al. 2015). Diese Ergebnisse beziehen sich zunächst auf statische Effekte, die durch höhere Kosten der Importe und Exporte aus und an EU-Länder durch tarifäre und besonders nicht-tarifäre Handelshemmnisse entstünden, während aufseiten des Vereinigten Königreichs Zahlungen an das EU Budget wegfielen, die von anderen Mitgliedstaaten zumindest partiell mitgetragen werden müssten.

Zolltarife wären selbst in einem Szenario ohne spezifische Abkommen mit der EU aufgrund von WTO-Regeln weiterhin gering, aber es bestünde ein höheres Risiko nicht-tarifärer Handelshemmnisse, beispielsweise durch zukünftig inkompatible Produktstandards, komplexe Konformitätsprüfungen, oder den Verlust der EU-weiten Dienstleistungsfreiheit (Penatzer 2015).

Jenseits dieser statischen Effekte könnten allerdings längerfristig größere Einkommenseinbußen durch dynamische Effekte entstehen, falls ein Rückgang an Handel zu einem Rückgang an Wettbewerb, Innovationen oder Technologietransfer führt und dadurch produktivitätsmindernd wirkt (Ottaviano et al. 2014). Erwartet wird auch, dass ein „Brexit“ verschiedene Sektoren unterschiedlich hart trifft. Eine Studie zur Gemeinsamen Agrarpolitik legt nahe, dass ein Austritt in diesem Bereich für das Vereinigte Königreich wirtschaftliche Vorteile hätte (Boulanger und Philippidis 2015). Mit großen Unsicherheiten diskutiert werden auch Effekte auf den britischen Finanzsektor. Die City of London könnte von Abwanderungseffekten von Finanzdienstleistern betroffen sein und durch eine Neuaushandlung des Zugangs zum europäischen Binnenmarkt zukünftig eher strikteren als laxeren Regeln unterworfen werden (Springford und Whyte 2014).

Für die EU insgesamt fallen eher die politischen Kosten eines „Brexit“ ins Gewicht: Einige fürchten den Verlust des liberalen Vereinigten Königreichs als Reformanker und Gegengewicht eines stärker interventionsfreundlichen Südens in der EU (Zuleeg 2014). Andere sehen im „Brexit“ eher die Trennung von einer Integrationsbremse: das Vereinigte Königreich ist bisher Vorreiter bei „Opt-outs“, also vertraglichen Sonderstellungen in verschiedenen Politikbereichen, wie dem Schengener Abkommen oder dem EU-Fiskalpakt. Die zurzeit vielfach geforderten europäischen Lösungen zur Bewältigung diverser Krisen könnten also möglicherweise ohne das Vereinigte Königreich erleichtert werden. Gefürchtet wird ein „Brexit“ aber besonders aufgrund seiner Symbolträchtigkeit in der ohnehin schon krisengeschüttelten und zunehmend integrations-skeptischen Staatengemeinschaft. Es bleibt abzuwarten, ob erst ein tatsächlicher Austritt oder nicht bereits die Zugeständnisse der EU-27 gegenüber den nationalen Interessen eines einzelnen Staates die Fliehkräfte in der EU gestärkt haben, anstatt sie zu schwächen.

*Dieser Kasten wurde von Esther Ademmer, IfW Kiel, verfasst.

Tabelle 7:
Eckdaten zur Konjunktur im Vereinigten Königreich
2014–2017

	2014	2015	2016	2017
Bruttoinlandsprodukt	3,0	2,2	2,0	2,3
Inländische Verwendung	3,2	2,4	3,1	2,5
Private Konsumausgaben	2,5	2,9	3,0	2,4
Konsumausgaben des Staates	2,5	2,5	1,5	0,9
Anlageinvestitionen	7,3	4,6	4,5	5,0
Vorratsveränderungen	0,3	-0,8	0,2	0,0
Außenbeitrag	-0,3	-0,2	-0,8	-0,2
Exporte	1,2	5,4	3,0	4,0
Importe	2,4	5,9	6,0	5,0
Verbraucherpreise	1,4	0,1	0,5	1,7
Arbeitslosenquote	6,2	5,4	5,0	4,9
Leistungsbilanzsaldo	-5,1	-4,1	-4,0	-4,2
Budgetsaldo	-5,8	-3,7	-3,1	-2,5

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.

In den übrigen Ländern der EU ist die konjunkturelle Expansion insgesamt kräftig. Die Wirtschaft in den übrigen Ländern der EU außerhalb des Euroraums entwickelte sich im vergangenen Jahr ausgesprochen günstig. Nach einem starken Zuwachs im ersten Quartal blieb die Zunahme des Bruttoinlandsprodukts in der Ländergruppe (EU ohne Euroraum und Vereinigtes Königreich) auch in den Folgequartalen kräftig (Abbildung 25). Während sich die hohe konjunkturelle Dynamik in Schweden, in Polen und in Rumänien noch etwas verstärkte, verringerte sich der Produktionsanstieg in Tschechien und in Dänemark spürbar. Maßgeblich für die insgesamt robuste Konjunktur in dieser Ländergruppe war die Expansion im Dienstleistungssektor, die von einem kräftigen Anstieg der inländischen Verwendung gespeist wurde. Gefördert wurde diese durch Kaufkraftgewinne, die durch eine sehr niedrige Inflation (in einigen Ländern ging das Preisniveau zeitweise deutlich zurück) und durch niedrige Zinsen begünstigt wurde. In den mittel- und osteuropäischen Ländern wurden letztere

Tabelle 8:
Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den EU-Ländern 2015–2017

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Deutschland	20,9	1,5	1,9	2,4	0,1	0,4	1,6	4,6	4,2	3,9
Frankreich	15,3	1,1	1,2	1,4	0,1	0,2	1,3	10,4	10,2	10,0
Italien	11,6	0,6	0,9	1,4	0,1	0,2	1,3	11,9	11,2	10,4
Spanien	7,5	3,2	2,6	2,2	-0,6	-0,2	1,0	22,1	19,7	18,6
Niederlande	4,7	1,9	1,0	1,5	0,2	0,3	1,4	6,9	6,4	6,1
Belgien	2,9	1,4	1,2	1,4	0,6	0,6	1,7	8,3	8,0	7,6
Österreich	2,4	0,8	0,8	1,0	0,8	0,6	1,6	5,7	5,8	5,7
Finnland	1,5	0,4	0,5	1,0	-0,2	-0,1	0,9	9,4	9,4	9,2
Griechenland	1,3	-0,3	0,2	1,6	-1,1	-0,4	0,7	25,0	24,6	23,7
Portugal	1,2	1,5	0,9	1,4	0,5	0,4	1,5	12,7	11,9	10,8
Irland	1,4	6,9	4,2	3,6	-0,3	0,0	1,3	9,4	8,4	7,6
Slowakei	0,5	3,6	3,8	3,6	-0,4	0,0	1,2	11,5	9,9	8,5
Luxemburg	0,4	5,0	3,4	3,0	0,1	0,3	1,5	6,1	5,5	5,3
Slowenien	0,3	2,6	2,2	2,7	-0,6	-0,2	1,0	9,1	8,8	8,5
Litauen	0,3	1,6	2,4	3,2	-0,7	-0,2	1,1	9,1	7,9	7,1
Lettland	0,2	2,6	2,1	3,2	0,2	0,3	1,5	9,9	9,0	8,5
Estland	0,1	1,1	2,2	3,0	0,1	0,2	1,4	6,2	5,5	4,9
Zypern	0,1	1,6	1,9	2,4	-1,6	-0,9	0,2	15,6	14,8	13,9
Malta	0,1	6,3	4,0	3,6	1,2	1,0	2,2	5,3	4,9	4,6
Vereinigtes Königreich	16,1	2,2	2,0	2,3	0,1	0,5	1,7	5,4	5,0	4,9
Schweden	3,1	3,4	3,2	2,8	0,5	1,3	1,7	7,4	6,7	6,2
Polen	2,9	3,6	3,5	3,8	-0,7	0,4	1,1	7,6	6,6	6,0
Dänemark	1,9	1,3	1,1	1,8	0,2	0,8	1,3	6,2	5,7	5,2
Tschechien	1,1	4,4	2,8	3,0	0,3	0,5	1,5	5,1	4,2	3,9
Rumänien	1,1	3,8	3,8	4,0	-0,3	0,5	1,5	6,7	6,2	6,0
Ungarn	0,7	2,6	2,8	3,0	-0,1	2,0	2,6	6,8	6,0	5,7
Kroatien	0,3	1,9	2,7	2,2	-0,2	0,4	0,9	16,6	15,5	13,6
Bulgarien	0,3	2,7	2,8	3,0	-1,2	-0,3	0,5	9,4	8,2	7,5
Europäische Union	100,0	1,8	1,8	2,2	0,1	0,4	1,4	9,4	8,7	8,3
<i>Nachrichtlich:</i>										
Europäische Union 15	91,8	1,7	1,6	1,9	0,1	0,3	1,4	9,7	9,0	8,5
Beitrittsländer	8,2	3,3	3,1	3,4	0,0	0,1	0,2	8,1	7,2	6,6
Euroraum	72,4	1,5	1,5	1,9	0,0	0,2	1,3	10,9	10,1	9,6
Euroraum ohne Deutschland	51,5	1,5	1,4	1,7	0,0	0,2	1,3	13,1	12,2	11,6

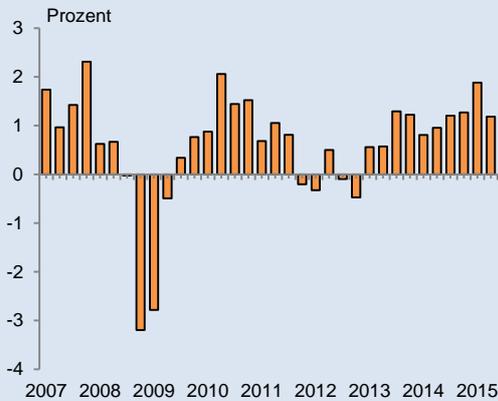
Prozent. Gewicht: auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2014. — Bruttoinlandsprodukt: preis- und kalenderbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Verbraucherpreise: Veränderung gegenüber dem Vorjahr, harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — Arbeitslosenquote: standardisiert nach dem ILO-Konzept, Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2014. — Beitrittsländer seit 2004.

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

auf dem niedrigen Niveau belassen, auf das sie im ersten Halbjahr 2015 gesenkt worden waren. In Schweden senkte die Zentralbank den bereits negativen Leitzins nochmals auf nunmehr -0,5 Prozent. Für 2016 und 2017 ist eine anhaltend kräftige Expansion in den übrigen EU-Ländern zu erwarten (Tabelle 8). Im Zuge dieser Entwicklung dürften die Arbeitslosenquoten, die in einigen Ländern noch recht hoch sind, weiter zurückgehen. Der Preisanstieg wird vorerst

niedrig bleiben und sich im kommenden Jahr mit Auslaufen der inflationsdämpfenden Wirkung des Rückgangs der Preise für Energie und Nahrungsmittel deutlich verstärken.

Abbildung 25:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in der übrigen EU 2007–2015



Länder der EU ohne Euroraum und Vereinigtes Königreich (Bulgarien, Dänemark, Kroatien, Polen, Rumänien, Schweden, Tschechien, Ungarn). Quartalsdaten, Veränderung gegenüber dem Vorquartal, gewichtet auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu jeweiligen Preisen und Wechselkursen.

Quelle: Eurostat, Datastream.

Schwächephase in den Schwellenländern dauert an

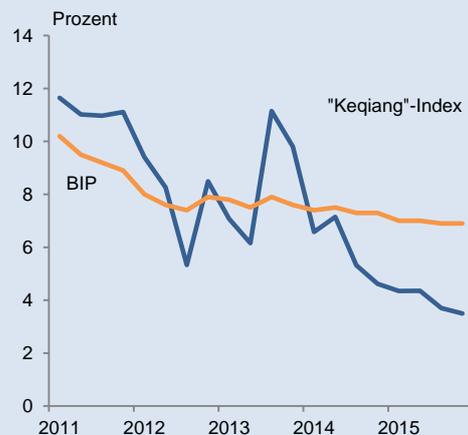
China: Konjunkturabschwung setzt sich fort

Die gesamtwirtschaftliche Produktion legte im vergangenen Jahr um 6,9 Prozent zu. Damit hat sich die Zuwachsrates erneut verlangsamt, die Abflachung des Expansionstempos allerdings durchaus im Einklang mit dem von der Pekingener Führung angepeilten Transformationsprozess, den die chinesische Volkswirtschaft durchmacht und der für niedrigeres, aber nachhaltigeres Wachstum sorgen soll. Ebenfalls im Sinne dieses Strukturwandels stützte sich die Aktivität im vergangenen Jahr denn auch mehr und mehr auf den Dienstleistungssektor, der um 8,3 Prozent expandierte. Die Industrieproduktion verzeichnete mit 5,9 Prozent hingegen die niedrigste Zuwachsrates seit der Finanzkrise.

Alternative Indikatoren stärken Zweifel an der Genauigkeit der offiziellen Statistik. Sinkende Profitabilität staatlicher Unternehmen, die Ankündigung von Massenentlassungen sowie

rückläufige Schienenverkehrsfrachtrates und niedriger Stromverbrauch deuten auf beachtliche Überkapazitäten in der Schwerindustrie. Gegeben deren hohen Anteil an der Gesamtwertschöpfung der Industrie kann in diesem Zusammenhang von – für chinesische Verhältnisse – fast rezessionären Tendenzen gesprochen werden.¹⁰ So hat sich der Keqiang-Index, der auf einem Teil dieser Indikatoren aufbaut, bereits seit Mitte 2014 von der Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts entkoppelt und verzeichnet am aktuellen Rand mit 4 Prozent sogar eine deutlich niedrigere Veränderungsrate als die offiziell ausgewiesene Industrieproduktion (Abbildung 26). Es liegt daher nahe, dass die offizielle Statistik das Ausmaß des konjunkturellen Abschwungs deutlich unterzeichnet (Gern et al. 2015a). Hinzu kommt der Verdacht,

Abbildung 26:
China: BIP und "Keqiang"-Index 2011–2015



BIP: Quartalsdaten, Vorjahresrate. Keqiang-Index: arithmetisches Mittel monatlicher Indikatoren zu Kreditvergabe, Eisenbahnfrachtverkehr und Stromverbrauch; Vorjahresrate.

Quelle: Nationales Statistikbüro; Datastream; eigene Berechnungen.

¹⁰ Die amtliche Statistik weist neben dem Bausektor keine Unterkategorien des Produzierenden Gewerbes aus. Nolan (2014) weist den Anteil der Schwerindustrie an der Gesamtwertschöpfung des Verarbeitenden Gewerbes im Jahr 2006 mit 60 Prozent aus. Es ist anzunehmen, dass dieser im Zuge des Immobilienbooms der vergangenen Jahre tendenziell eher gestiegen denn gefallen sein dürfte.

dass Messungenauigkeiten beim BIP-Deflator den tatsächlichen Preisauftrieb unterschätzen und die reale Aktivität *pari passu* überschätzen (Gern und Hauber 2015; Deutsche Bundesbank 2015). So betrug die Expansionsrate des nominalen Bruttoinlandsprodukts im vierten Quartal des vergangenen Jahres 5,9 Prozent und lag damit in etwa einen Prozentpunkt unter der entsprechenden realen Rate. Zwar sollten angesichts von Überkapazitäten deflationäre Tendenzen nicht überraschen. Es scheint jedoch fraglich, ob diese Entwicklung – trotz des hohen Anteils der Schwerindustrie an der Gesamtwertschöpfung – ausreicht, um den Preisrückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion zu erklären.

Der Außenhandel hat sich ausgesprochen schwach entwickelt. Bereits seit einiger Zeit sind die nominalen Aus- und Einfuhren Chinas rückläufig, wobei insbesondere die teils zweistelligen Rückgänge der Importe Aufsehen erregten. Angesichts des Preisverfalls einiger Rohstoffpreise sollte diese Entwicklung an und für sich jedoch nicht überraschen. Preisbereinigt zeigt sich ebenfalls, dass die Einfuhren sanken – wenngleich nur um durchschnittlich 1,5 Prozent im vergangenen Jahr. Vor allem ein schwacher Jahresauftakt, als sie mit über 10 Prozent im Vorjahresvergleich schrumpften, war für das Ergebnis verantwortlich; im weiteren Jahresverlauf erholten sich die Raten etwas und drehten gegen Jahresende wieder ins Plus. Die insgesamt mäßige Entwicklung der Importe bereitet Sorgen, deutet die Stagnation doch auf eine schwächelnde Binnenkonjunktur hin. Ein Blick auf die Einfuhrmengen einzelner Produktkategorien bestärkt diesen Befund.¹¹ Expandierten die Importe von Eisenerz in den vergangenen Jahren im Durchschnitt mit über 10 Prozent, so legten sie im vergangenen Jahr nur noch um 2 Prozent zu. Die Einfuhren von Kupferprodukten sowie Kraftfahrzeugen und Kraftfahrzeugteilen waren im Jahresvergleich sogar rückläufig. Zwar sind negative Veränderungsraten in beiden Produktklassen auch in

¹¹ Hierzu greifen wir auf Zahlen des Statistischen Zollamts zurück, die gemeinhin als zuverlässig gelten (vgl. Day 2015).

der Vergangenheit schon vorgekommen; der Rückgang der Kfz-Einfuhren ist mit 25 Prozent jedoch bemerkenswert. Jüngste Anzeichen für eine Stabilisierung des Automobilmarkts dürften allerdings für eine Erholung sorgen. Nicht ins Bild einer angeschlagenen Industrie passt, dass die realen Importe von Rohöl im vergangenen Jahr mit einem Zuwachs von 8,8 Prozent kräftig zulegen.¹²

Der Renminbi hat seit Jahresbeginn weiter gegenüber dem US-Dollar an Wert verloren.

Seit der Flexibilisierung des Währungsregimes im August des vergangenen Jahres hat die chinesische Währung damit insgesamt um ca. 6 Prozent abgewertet. Grund für die erneute Abwertung dürfte neben anhaltenden Kapitalabflüssen eine weitere Neuausrichtung der chinesischen Währungspolitik gewesen sein. So wird der Referenzkurs des Renminbi künftig nicht mehr einzig im Verhältnis zum US-Dollar bestimmt, sondern ein Währungskorb zugrunde gelegt, in dem der US-Dollar nur noch knapp 30 Prozent ausmacht. Bislang zeigte sich der Renminbi gegenüber diesem Währungskorb weitgehend stabil (Abbildung 27). Ähnlich wie bereits im August sind daher Behauptungen, es handle sich um eine kompetitive Abwertung mit dem Ziel, die heimische Exportindustrie zu stützen, irreführend. Vielmehr deutet der Schritt auf die Einsicht der Pekinger Führung hin, dass es seit Mitte 2014 im Zuge der De-facto-Bindung an den US-Dollar zu einer realen Überbewertung des Renminbi gekommen ist, der nun entgegengewirkt werden soll.

Anhaltende Kapitalabflüsse erzeugen weiteren Abwertungsdruck. Gemäß dem außenwirtschaftlichen Trilemma ist bei einer im Vergleich zum Rest der Welt expansiven Geldpolitik und porösen Kapitalverkehrskontrollen eine Abwertung der Währung unvermeidbar. Zwar

¹² Eine mögliche Erklärung wären zunehmende Lagerkäufe aufgrund gesunkener Preise. Es gibt Anzeichen, dass dies bei anderen Rohstoffen der Fall gewesen ist, was Ende vergangenen Jahres für eine zwischenzeitliche Belebung der Importnachfrage gesorgt hat (vgl. *Financial Times* 2016).

Abbildung 27:
China: Wechselkurs



hat die Zentralbank seit den jüngsten Turbulenzen an den Devisenmärkten die geldpolitische Expansion gezügelt. Nachdem zuletzt im Oktober vergangenen Jahres die Zinsen und Mindestreservesätze gesenkt wurden, überraschte die Notenbank Chinas, als sie Ende Februar erneut den Mindestreservesatz lockerte. Damit bleibt die Geldpolitik weiterhin sehr expansiv ausgerichtet. Gleichzeitig setzt sich der Kapitalabfluss ungemindert fort. Als Indiz hierfür gelten die trotz des Leistungsbilanzüberschusses sinkenden Devisenreserven Chinas: seit ihrem Höchststand von annähernd 4 Bill. US-Dollar im Juni 2014 haben sie sich auf knapp 3,2 Bill. US-Dollar verringert. Zuletzt mäßigte sich der Abfluss allerdings: Nach einem Rückgang von 207 Mrd. US-Dollar allein im Januar und Dezember, sanken die Devisenreserven im Februar nur noch um 30 Mrd. US-Dollar.¹³ Alles

¹³ Dabei gilt es jedoch zu beachten, dass dieser Rückgang nicht eins zu eins mit Kapitalabflüssen gleichzusetzen ist. Zum einen spielen Bewertungseffekte der nicht in US-Dollar denominierten Aktiva in der Zentralbankbilanz eine Rolle. Zum anderen dürften exportierende Firmen aufgrund der jüngsten Abwertungen geneigt sein, ihre Devisenerlöse nicht mehr direkt in Renminbi zu tauschen. Dies würde ebenfalls als ein Rückgang der Devisenreserven verzeichnet, obwohl kein Kapital abgeflossen ist.

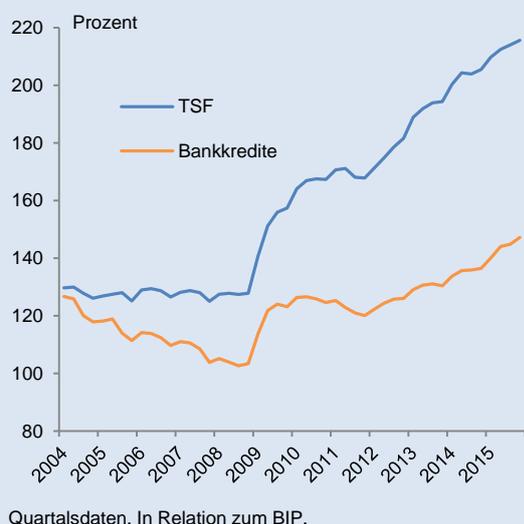
in allem dürfte der Abwärtsdruck auf die Währung Bestand haben und wir erwarten, dass der Renminbi weiter gegenüber dem US-Dollar nachgibt. Dass es aufgrund dessen zu erheblichen Währungsinkongruenzen in den Bilanzen chinesischer Firmen kommt, gilt indes als unwahrscheinlich, da zum einen die Verschuldung in US-Dollar absolut zwar hoch, im Vergleich zur Gesamtschuldenlast jedoch gering ist (Gern et al. 2015b). Zum anderen dürfte ein Teil der beobachteten Kapitalabflüsse damit zu erklären sein, dass chinesische Firmen Tilgungen von in US-Dollar denominierten Verbindlichkeiten vorgenommen haben (BIZ 2016).

Der Verbraucherpreisanstieg bleibt gering, die Erzeugerpreise sinken beständig. Die Teuerungsrate der Verbraucherpreise betrug im vergangenen Jahr durchschnittlich 1,4 Prozent. Zu Beginn dieses Jahres war jedoch eine leichte Beschleunigung festzustellen. Im Februar betrug die Vorjahresrate 1,8 Prozent, was vor allem auf einem kräftigen Anstieg der Nahrungsmittelpreise (3,4 Prozent) beruhte. Deutlich rückläufig sind dagegen weiterhin die Erzeugerpreise, was vor allem an den niedrigen Rohstoffnotierungen liegen dürfte. Im Durchschnitt sanken sie um 6,1 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Aus konjunktureller Sicht dürfte der Preisauftrieb im Prognosezeitraum gedämpft bleiben: wir erwarten daher in den kommenden Jahren mit 1,7 und 2 Prozent eine nur etwas höhere Verbraucherpreisinflation als im vergangenen Jahr. Eine drastische Abwertung des Renminbi gegenüber dem Dollar würde jedoch zusätzlich Spuren in der Teuerungsrate hinterlassen.

Die Kreditexpansion hält an und verstärkt damit das Risiko der hohen Verschuldung. Der als „Total Social Financing“ (TSF) zusammengefasste Gesamtbestand der ausstehenden Kredite betrug Ende vergangenen Jahres im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt 216 Prozent, was einer Zunahme gegenüber dem Vorjahr von 11 Prozentpunkten entspricht (Abbil-

dung 28).¹⁴ Nachdem die Kreditvergabe im Jahresverlauf etwas schwächelte, zeichnet sich am aktuellen Rand eine Belebung ab: im Januar stieg sie um 3 400 Mrd. Yuan – dies entspricht dem stärksten absoluten Anstieg seit Beginn der Aufzeichnungen. Ein Beibehalten dieses Tempos wäre freilich mit erheblichen Risiken verbunden, da dies bei dem bereits jetzt historisch hohen Schuldenstand die Finanzstabilität zusätzlich gefährden und schmerzhaft Anpassungen im Zuge einer Finanzkrise in der Zukunft wahrscheinlicher machen würde („harte Landung“).

Abbildung 28:
Kreditbestand in China 2004–2015



Quartalsdaten. In Relation zum BIP.

Quelle: People's Bank of China (PBOC) via Thomson Financial Datastream; eigene Berechnungen.

Wir erwarten für den Prognosezeitraum trotz expansiver Wirtschaftspolitik eine weitere Abflachung der Expansionsdynamik. Neben der Geldpolitik ist auch die Finanzpolitik bemüht, dem konjunkturellen Abschwung entgegenzuwirken. So sieht der Haushalt für das laufende Jahr ein Defizit von 3,0 Prozent vor – etwas höher als noch im vergangenen Jahr. Eine expansivere Wirtschaftspolitik mag geeignet sein, die Konjunktur kurzfristig zu stabilisieren und die Folgen der Konsolidierung in der

¹⁴ Für weiterführende Erklärungen zum Konzept der TSF und der Berechnung, siehe Boysen-Hogrefe et al. (2014).

Stahl- und Kohlebranche – Regierungsangaben zufolge sind annähernd 2 Mio. Arbeitsplätze betroffen - abzufedern. Ein zu aggressives Einschreiten würde aber bestehende Risiken verschärfen und stünde im Widerspruch zu den mittelfristigen Reformzielen der Pekinger Führung, da sie den angepeilten Strukturwandel der chinesischen Volkswirtschaft in die Länge zögen. Wir erwarten daher, dass es der Regierung zwar in diesem Jahr noch gelingt, ihr neues Expansionsziel von 6,5 Prozent einzuhalten.¹⁵ Bereits im nächsten Jahr dürfte der Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion allerdings niedriger ausfallen: wir rechnen mit einer Zuwachsrate von 6,0 Prozent im Jahr 2017.

Fragile Expansion in Indien

Die indische Konjunktur hat sich zu Jahresende 2015 abgeschwächt. Die indische Wirtschaftsleistung nahm im vergangenen Jahr um 7,3 Prozent zu. Im vierten Quartal lag das Bruttoinlandsprodukt nach den Angaben des statistischen Amtes zwar ähnlich stark über seinem Vorjahresniveau, im Vergleich zum Vorquartal nahm es allerdings nur mit einer auf das Jahr hochgerechneten Rate von 4,4 Prozent zu. Zur Abschwächung trug insbesondere eine schwache Entwicklung in der Landwirtschaft infolge unterdurchschnittlicher Monsunregenfälle bei, die Agrarproduktion übertraf ihr Vorjahresniveau lediglich um 1 Prozent. Kräftig zugelegt hat hingegen nach den Angaben des statistischen Amtes das Verarbeitende Gewerbe, dessen Erzeugung um reichlich 12 Prozent zugenommen hat. Allerdings stehen diese Zahlen im Konflikt mit anderen Aktivitätsindikatoren. So wurde für die Industrieproduktion im November und Dezember gleichzeitig ein Rückgang sowohl gegenüber dem Vormonat als auch gegenüber dem Vorjahr ausgewiesen, und auch der Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe zeigte zuletzt eine Kontraktion an. Für

¹⁵ Der 13. Fünfjahresplan der Kommunistischen Partei sieht eine durchschnittliche Expansion der gesamtwirtschaftlichen Produktion von 6,5 Prozent über diesen Zeitraum vor. Dies steht im Einklang mit dem Ziel der Regierung, das Bruttoinlandsprodukt bis zum Ende der laufenden Dekade zu verdoppeln.

eine verhaltene Aktivität im Verarbeitenden Gewerbe spricht auch die nur mäßige Zunahme der Energieerzeugung, so dass vermehrt Zweifel geäußert werden, ob die nach einer neuen Methodik erstellten offiziellen VGR-Statistiken die reale Entwicklung korrekt erfassen. Wichtigster Motor auf der Verwendungsseite war im vergangenen Jahr erneut der private Konsum, während die Investitionen schwächer zunahmten und zuletzt offenbar merklich an Fahrt verloren.

Die Spielräume von Geld- und Finanzpolitik sind eng begrenzt. Die indische Notenbank reduzierte ihren Zinssatz zuletzt im September 2015 auf 6,75 Prozent und hat ihn seither unverändert gelassen. Gegen weitere Zinssenkungen zur Anregung der Konjunktur spricht die jüngste Entwicklung bei den Verbraucherpreisen. Die Inflationsrate ist von ihrem Tiefpunkt von 3,7 Prozent im vergangenen Juli jüngst wieder gestiegen, auf 5,7 Prozent im Januar. Sie lag damit zuletzt nur noch geringfügig unterhalb der Obergrenze des Zielinflationsbandes von 2-6 Prozent. Die Geldpolitik dürfte bemüht sein, ihre unter Zentralbankgouverneur Rajan erreichte Reputation für Stabilitätsorientierung zu bewahren und eine ähnliche Umkehr der internationalen Kapitalströme zu vermeiden, wie sie im Jahr 2013 während des sogenannten „taper tantrums“ erfolgte, als die indische Rupie zeitweise knapp 20 Prozent ihres Wertes verlor. Gleichzeitig zeichnet sich ab, dass das Regierungsziel eines Haushaltsdefizits von 3,5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt für das Haushaltsdefizit im kommenden Fiskaljahr (März bis April) vor allem aufgrund einer deutlichen Erhöhung der Löhne und Renten von Staatsangestellten kaum einzuhalten ist. Weitere expansive Maßnahmen sind vor diesem Hintergrund nicht zu erwarten; im Gegenteil ist die Einführung einer allgemeinen Umsatzsteuer geplant, deren Umsetzung aber noch nicht absehbar.

Die Prognose einer anhaltend hohen Expansionsdynamik unterliegt Risiken. Wir erwarten für dieses und das nächste Jahr eine weiterhin kräftige Zunahme des Bruttoinlandsprodukts um jeweils 7,2 Prozent. Die jüngste Ab-

schwächung ist auch witterungsbedingt und von daher wohl temporär. Auch dürften sich die weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen allmählich verbessern. Risiken ergeben sich allerdings durch den hohen Bestand an notleidenden Krediten bei den Banken, was die Verfügbarkeit von Krediten beeinträchtigen könnte, deren Expansion sich zuletzt freilich beschleunigt hat. Auch kommen eine Vielzahl zum Teil wichtiger Reformen nicht voran, etwa des Arbeitsmarkts und von Regulierungen beim Landwerb, die die Umsetzung dringend notwendiger Infrastrukturinvestitionen behindern. Sollte es diesbezüglich deutlich Fortschritte geben, könnte die wirtschaftliche Dynamik in Indien im Prognosezeitraum auch größer ausfallen als hier prognostiziert.

Weiterhin verhaltene Expansion in Südostasien

Die chinesische Konjunkturschwäche strahlt auf die südostasiatischen Länder aus. Insgesamt fiel der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts der ASEAN-4-Länder (Indonesien, Malaysia, Philippinen und Thailand) mit 4,6 Prozent im vergangenen Jahr – wie bereits 2014, als die Region mit 4,5 Prozent expandierte – im langfristigen Vergleich relativ niedrig aus. Vereinzelt kam es zum Jahresende jedoch zu einer Beschleunigung der Expansionsdynamik. So konnten bspw. in Thailand höhere Zuwachsraten verzeichnet werden. Der florierende Tourismus dürfte dabei eine Rolle gespielt haben: nachdem die Anzahl der Besucher im Zuge der politischen Unruhen im Jahr 2014 um 6 Prozent gesunken war, konnte im vergangenen Jahr ein Zuwachs von über 20 Prozent verzeichnet werden. Davon abgesehen waren jedoch die Rückgänge des Außenhandels in der Region bemerkenswert, was vor allem an der schwächeren Konjunktur in China liegt: so entwickelten sich die nominalen Ausfuhren ins Reich der Mitte deutlich schwächer als in den Rest der Welt (Abbildung 29).¹⁶Die Entwicklung am aktuellen

¹⁶ Darüber hinaus gibt es Anzeichen, dass es für die Verlangsamung des Außenhandels neben zyklischen auch strukturelle Gründe gibt. Schätzungen der Asiatischen Entwicklungsbank zufolge hat sich die

Rand zeichnet ein gemischtes Bild: so deuten thailändische Aktivitätsindikatoren auf eine weiter aufwärtsgerichtete Aktivität; in Indonesien zeichnet sich eine leichte Belebung bei der zuletzt schwächelnden Industrieproduktion ab, in Malaysia hingegen stagniert die Entwicklung in diesem Bereich auf niedrigem Niveau.

Abbildung 29:
ASEAN-4: Nominale Ausfuhren



Monatsdaten. Indonesien: Nominale Ausfuhren nach China ohne Öl und Gas.

Quelle: Nationale Quellen; Datastream; eigene Berechnungen.

Die Preisentwicklung weist erhebliche Unterschiede auf, dürfte im Prognosezeitraum insgesamt aber zunehmen. Während der Verbraucherpreisanstieg im vergangenen Jahr in Malaysia und den Philippinen vor allem wegen des niedrigeren Ölpreises verhalten war (2,1 bzw. 1,4 Prozent), verharrte die Inflation in Indonesien bei über 6 Prozent. Administrierte Preise und teurere Lebensmittel verhinderten hier einen ähnlichen Rückgang der Teuerungsrate. Erst in den letzten Monaten verlangsamte sich der Preisanstieg spürbar. In Thailand ist der Verbraucherpreisindex hingegen rückläufig, dürfte im laufenden Jahr allerdings anziehen. Für den Prognosezeitraum erwarten wir aufgrund der teilweise starken Abwertung der Wäh-

Einkommenselastizität des Außenhandels im asiatischen Raum seit der globalen Finanzkrise deutlich verringert (Asiatische Entwicklungsbank 2015).

runge in der Region (insbesondere in Malaysia, wo der nominale Effektivwechsellkurs seit Mitte 2014 um circa 15 Prozent nachgegeben hat) sowie wegfallender Basiseffekte und einem langsamen Anziehen des Ölpreises einen Anstieg der Preisdynamik. Sollte es zu weiteren geldpolitischen Lockerungen kommen – wie jüngst in Indonesien –, dürfte dies den Abwertungsdruck und inflationäre Tendenzen verstärken.

Insgesamt erwarten wir für die Region einen verhaltenen Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion im laufenden Jahr. Im weiteren Prognosezeitraum dürfte sich die Expansionsdynamik nur minimal erhöhen. Wir rechnen im Jahr 2016 und 2017 mit Zuwachsraten von 4,5 bzw. 4,7 Prozent. Ein Risiko für unsere Prognose besteht unter anderem in der stark angestiegenen Verschuldung. So beträgt beispielsweise in Malaysia und Thailand die Verschuldung der privaten Haushalte über 70 Prozent der Wirtschaftsleistung – für Schwellenländer ein beachtlicher Wert. Bislang gibt es allerdings noch keine Anzeichen, dass es im Zuge der wirtschaftlichen Schwächephase und sich verschlechternden Finanzierungsbedingungen zu Zahlungsausfällen oder Verwerfungen an den heimischen Kredit- und Finanzmärkten gekommen ist.

Lateinamerika in einem hartnäckigen Konjunkturabschwung

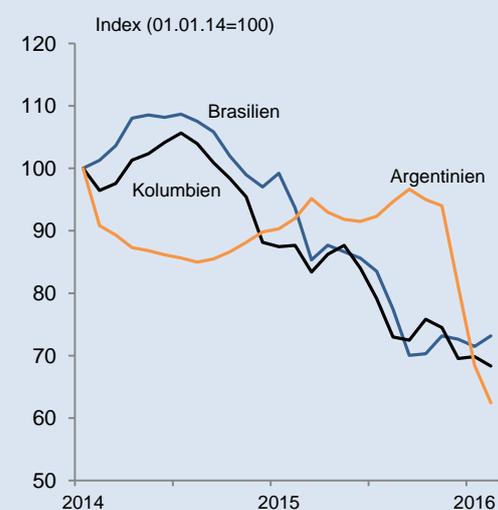
Brasilien steckt noch immer in einer tiefen Rezession. Nach einer Kontraktion des Bruttoinlandsprodukts im dritten Quartal von 1,7 Prozent, schrumpfte die Wirtschaft im vierten Quartal mit kaum veränderter Rate (1,4 Prozent). Insgesamt lag die gesamtwirtschaftliche Produktion im Jahr 2015 damit 3,8 Prozent unter ihrem Vorjahreswert. Gründe für die Tiefe der Rezession – in diesem Ausmaß ist die Wirtschaftsleistung seit mehr als 30 Jahren nicht geschrumpft – sind zahlreich: neben einer Verschlechterung des makroökonomischen Umfelds lähmt eine politische Krise das Land; steigende Preise und Arbeitslosigkeit kommen hinzu. Der Zuwachs der ausstehenden Kredite

privater Haushalte, der von 2009 bis 2013 preisbereinigt durchschnittlich 13 Prozent betrug, hat sich – auch im Zuge schlechterer Finanzierungsbedingungen – merklich verringert. Dies dürfte neben der deutlichen Verschlechterung der Verbraucherstimmung eine Erklärung für den Einbruch der Aktivität im Einzelhandel sein, die im vergangenen Jahr preisbereinigt um über 4 Prozent zurückging. Verschlimmert wird die wirtschaftliche Lage Brasiliens durch eine stark prozyklische Wirtschaftspolitik. So sind aufgrund des hohen Schuldenstands und der daraus resultierenden Zinslast sowie der Befürchtung weiterer Herabstufungen durch Ratingagenturen einer antizyklischen Fiskalpolitik erhebliche Grenzen gesetzt. Ähnliches gilt für die Geldpolitik: zweistellige Inflationsraten zwangen die Zentralbank zu mehreren Leitzinserhöhungen im vergangenen Jahr. Obwohl es seit Oktober zu keiner weiteren Straffung kam, dürften Leitzinsen von über 14 Prozent und die damit verbundenen hohen Realzinsen auch für den markanten Rückgang der Investitionen verantwortlich sein: seit ihrem zyklischen Hoch Ende 2013 sind sie um 25 Prozent gesunken. Aufgrund der Vielzahl an Richtungen, aus denen konjunktureller Gegenwind bläst, ist mit einem baldigen Überwinden der Rezession nicht zu rechnen.

In den übrigen Volkswirtschaften der Region blieben die Anstiege der gesamtwirtschaftlichen Produktion verhalten. Abgesehen von Venezuela, wo der weitere Ölpreisverfall die bestehende Rezession verschärft und zu einem wirtschaftlichen Notstand geführt hat, sind krisenhafte Erscheinungen bislang jedoch ausgeblieben. Insgesamt schrumpfte die Wirtschaftsleistung der Ländergruppe um 0,8 Prozent, rechnet man Brasilien und Venezuela jedoch heraus, bleibt ein Zuwachs von 2,3 Prozent. Verantwortlich für die im historischen Vergleich geringe Dynamik dürften vor allem niedrigere Rohstoffnotierungen und zunehmende Kapitalabflüsse sein. So werteten einige Währungen der Ländergruppen teils massiv ab (Abbildung 30). In Chile und Peru, wo die Förderung von Mineralien eine große Rolle spielt, war die Industrieproduktion rückläufig. Positive Signale

kommen hingegen aus Argentinien: zwar liegen aufgrund einer umfassenden Restrukturierung der statistischen Behörde des Landes keine aktuellen Zahlen vor.¹⁷ Die Freigabe und signifikante Abwertung des Pesos sowie die Abschaffung von Ausfuhrsteuern dürften indes den Außenhandel belebt haben, eine Beilegung des schwelenden Schuldenstreits darüber hinaus die Rückkehr an internationale Kapitalmärkte ermöglichen.

Abbildung 30:
Lateinamerika: Nominale Effektivwechsellkurse



Monatsdaten.

Quelle: JP Morgan, Datastream.

Wirtschaftspolitische Spielräume, um den Abschwung einzudämmen, sind begrenzt. Während es Hinweise darauf gibt, dass seit 1998 eine zunehmend antizyklische Wirtschaftspolitik zu einer Verringerung der Tiefe und Dauer von Rezessionen in Lateinamerika beigetragen hat (Vegh und Vuletin 2014), ist die Wirtschaftspolitik – nicht nur in Brasilien – aktuell wieder stark prozyklisch ausgerichtet. So

¹⁷ Im Laufe des Jahres ist ebenso wenig mit Statistiken des Bruttoinlandsprodukts, der Arbeitslosigkeit oder der Inflation zu rechnen (vgl. *The Economist* 2016). Angesichts dessen verzichten wir auf eine eigene Prognose. Zur Berechnung der Produktions- und Inflationsaggregate greifen wir auf die Zahlen des aktuellen World Economic Outlook zurück (Internationaler Währungsfond 2016).

ist die Geldpolitik vorrangig darum bemüht, Wechselkurse zu stabilisieren, um die Inflation zurück auf ihren Zielwert zu bringen; die dafür notwendigen Zinserhöhungen dürften die Binnenkonjunktur allerdings zusätzlich belasten. Bereits in der zweiten Jahreshälfte des vergangenen Jahres kam es in Kolumbien mehrfach zu Zinserhöhungen. In Chile und Peru vollzogen die Zentralbanken ebenfalls eine Kehrtwende, nachdem sie seit Ende 2013 die Geldpolitik beständig gelockert hatten. Mit fiskalpolitischen Impulsen ist gleichfalls nicht zu rechnen. Die aufgrund niedrigerer Rohstoffnotierungen wegbrechenden Einnahmen sind bislang überwiegend durch geringere Ausgaben kompensiert worden, so dass der Primärhaushalt Lateinamerikas 2015 wie bereits im Vorjahr ein geringes Defizit von 1 Prozent auswies (ECLAC 2016). Lediglich in Chile dürfte ein umfassenderes

staatliches Ausgabenprogramm den Abschwung etwas abfedern.

Insgesamt erwarten wir für die Region einen weiteren Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion in diesem Jahr, 2017 dürfte ein mäßiger Anstieg folgen. Maßgeblich hierfür ist die Entwicklung in Brasilien: aufgrund des Unterhangs aus dem vergangenen Jahr dürfte es 2016 sogar zu einer etwas größeren Kontraktion der Wirtschaftsleistung kommen. Erst im darauffolgenden Jahr rechnen wir damit, dass die Rezession überwunden wird. Das Bruttoinlandsprodukt der Ländergruppe insgesamt dürfte im laufenden Jahr erneut schrumpfen: wir erwarten einen Rückgang von 0,9 Prozent. Für den weiteren Prognosezeitraum gehen wir von einem Zuwachs von 1,2 Prozent aus (Tabelle 9).

Tabelle 9:
Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in ausgewählten Schwellenländern 2014–2017

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
		2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
Indonesien	6,1	5,0	4,8	4,7	4,7	6,4	7,0	5,0	5,5
Thailand	2,2	0,9	2,8	3,2	3,7	1,9	-1,0	2,0	3,0
Philippinen	1,6	6,1	5,8	5,5	5,7	4,2	1,5	2,5	3,5
Malaysia	1,7	6,0	4,9	4,5	4,8	3,2	2,5	3,0	3,5
Insgesamt	11,5	4,5	4,6	4,5	4,7	4,8	4,0	3,8	4,5
China	39,9	7,3	6,9	6,5	6,0	2,0	1,5	1,7	2,0
Indien	16,7	7,0	7,3	7,2	7,2	6,4	5,0	5,5	5,5
Asien insgesamt	68,1	6,8	6,6	6,3	6,1	3,5	2,8	3,0	3,3
Brasilien	7,4	0,1	-3,6	-3,8	0,1	7,2	9,0	10,5	9,5
Mexiko	4,8	2,1	2,6	2,7	3,0	4,0	3,0	3,5	3,5
Argentinien	2,1	0,5	0,5	-0,7	0,0	20,0	15,0	25,0	15,0
Kolumbien	1,4	4,6	3,1	2,9	3,2	2,9	4,4	7,0	6,0
Chile	0,9	1,8	2,3	2,5	3,0	4,4	4,4	5,0	3,5
Peru	0,8	2,4	3,2	3,0	3,2	3,2	3,5	4,5	3,5
Venezuela	1,2	-4,0	-10,0	-8,0	-3,0	57,0	60,0	60,0	40,0
Lateinamerika insgesamt	18,8	0,9	-0,8	-0,9	1,2	10,4	10,6	12,8	9,7
Russland	8,1	0,4	-3,8	-2,0	1,6	7,8	15,4	9,5	7,0
Türkei	3,4	2,9	3,2	2,4	3,0	8,9	7,3	8,5	7,0
Südafrika	1,6	1,5	1,3	1,5	2,0	6,1	4,6	5,8	6,0
Aufgeführte Länder	100,0	5,0	4,2	4,1	4,6	5,4	5,5	5,6	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.

Russische Wirtschaft bleibt vorerst in der Krise

Die Produktion in Russland ist im Jahr 2015 eingebrochen. Der Rückgang des Bruttoinlandsprodukts, der im zweiten Halbjahr 2014 als Folge der sinkenden Rohstoffpreise und zunehmender Unsicherheit über die Auswirkungen des Konflikts in der Ukraine begonnen hatte, verschärfte sich im laufenden Jahr. Erste Anzeichen einer Stabilisierung im Spätsommer des vergangenen Jahres erwiesen sich verfrüht; die wirtschaftliche Talfahrt beschleunigte sich gegen Jahresende unter dem Eindruck nochmals sinkender Ölpreise offenbar wieder. Im gesamten Jahr 2015 belief sich der Rückgang des Bruttoinlandsprodukts nach einer ersten offiziellen Schätzung auf 3,8 Prozent. Stark getroffen wurde der private Konsum dadurch, dass sich die Realeinkommen als Folge der stark gestiegenen Inflation deutlich – um rund 10 Prozent – verringerten. Die Investitionen gaben in dem rezessiven Umfeld ebenfalls deutlich nach. Ein rechnerisches Gegengewicht bildeten, die Importe. Sie sanken drastisch, zumal sich die Einfuhren abwertungsbedingt stark verteuerten und als Reaktion auf die von westlichen Staaten verhängten Wirtschaftssanktionen Einfuhrverbote für verschiedene Produkte erlassen worden waren. Da gleichzeitig die Exporte mengenmäßig sogar leicht gesteigert werden konnten, verbesserte sich der reale Außenbeitrag massiv.

Mit dem neuerlichen Ölpreistrutsch hat sich der Ausblick zu Jahresbeginn weiter verschlechtert. Im Zuge des nachgebenden Ölpreises geriet der Rubel, der sich zwischenzeitlich von dem zum Jahreswechsel 2014/15 erlittenen dramatischen Wertverlust teilweise erholt hatte, erneut massiv unter Druck. Anfang März mussten für einen US-Dollar 76 Rubel gezahlt, der damit im Vergleich zum Anfang 2015 verzeichneten Tiefstand nochmals um 10 Prozent abgewertet hat. In der Folge dürfte der Preisauftrieb wieder zunehmen, der sich zuletzt von mehr als 15 Prozent auf 9,8 Prozent (Januar 2016) verringert hat. Preissteigernd dürfte sich auch auswirken, dass Russland zu Jahres-

beginn – als Reaktion auf den Abschuss eines russischen Kampfflugzeugs über der syrisch-türkischen Grenze durch das türkische Militär – Handelsbeschränkungen gegen die Türkei verhängt hat. Da schätzungsweise 15 bis 20 Prozent des Angebots an Früchten und Gemüse auf russischen Märkten türkischen Ursprungs ist, dürfte diese Maßnahme die ohnehin schon hohe Inflation bei den Nahrungsmittelpreisen weiter befeuern. Außerdem dürfte die wirtschaftliche Aktivität auch mittelfristig unter den erlassenen Beschränkungen für türkische Unternehmen in Russland leiden, da sie die Attraktivität Russlands als Investitionsstandort und Handelspartner für ausländische Unternehmen, die bereits vorher durch hohe Unsicherheiten belastet war, weiter verschlechtern.

Abwertungsdruck und hohe Inflation begrenzen den Spielraum der Notenbank für Zinssenkungen. Die russische Zentralbank hatte ihre Zinsen seit Februar in mehreren Schritten von 17 Prozent auf 11 Prozent im Juli gesenkt. Seither hat sie den Zinssatz unverändert gelassen und eine weitere Lockerung erscheint angesichts des neuerlichen Abwertungsdrucks auf den Rubel vorerst unwahrscheinlich. Obwohl die Notenbankzinsen gegenwärtig nur moderat über der Inflationsrate liegen, sind sie gemessen an der Entwicklung der Einkommen hoch.

Sinkende Einnahmen und abschmelzende Reserven erzwingen eine Kürzung der Staatsausgaben. In ihrem Budget für 2016 ging die russische Regierung von einem Ölpreis von 50 US-Dollar aus und sah unter diesen Umständen ein Defizit im Staatshaushalt von 3 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt vor. Da die Regierung eine Deckung des Fehlbetrags durch Kreditaufnahme bei Banken oder am Kapitalmarkt bei dem gegenwärtigen Zinsniveau als zu teuer erachtet, will sie zur Finanzierung des Haushalts auf einen der beiden nationalen Reservefonds zurückgreifen, dessen Ergiebigkeit allerdings mit einem Volumen von etwa 5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt eng begrenzt ist. Um zu verhindern, dass der Finanzierungsbedarf als Folge des

jüngsten nochmaligen Rückgangs der Ölpreise weiter ansteigen, wurden Ausgabenkürzungen von 10 Prozent gegenüber den ursprünglichen Planungen angekündigt. Nachdem die Regierung bereits 2015 beträchtliche Kürzungen im Etat vorgenommen hatte, wird die Finanzpolitik auch im laufenden Jahr stark restriktiv wirken.

Die Wirtschaft verbleibt vorerst in der Rezession. Bei diesen Rahmenbedingungen dürfte die inländische Verwendung auch in den kommenden Monaten weiter schrumpfen. Die Investitionen dürften angesichts schwieriger Finanzierungsbedingungen und hoher Unsicherheit weiter sinken. Der private Konsum wird unter nochmals sinkenden Realeinkommen

leiden, zumal sich die Krise inzwischen auch am Arbeitsmarkt deutlich bemerkbar macht. Auch wenn der Rückgang der Binnennachfrage nur zum Teil auf die gesamtwirtschaftliche Produktion durchschlägt, da sich der Prozess der Substitution von Importen durch heimische Erzeugnisse fortsetzt, rechnen wir für 2016 mit einem nochmals sehr deutlichen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts (-2,8 Prozent). Die Aussichten für 2017 sind sehr unsicher. Unter der Annahme, dass sich die internationalen politischen Spannungen allmählich verringern und der Ölpreis sich im Verlauf des kommenden Jahres wieder etwas erholt, ist ein Ende der Rezession im nächsten Jahr möglich. Mit einer kräftigen Erholung rechnen wir jedoch nicht.

Literatur

- Arezki, R., und O. Blanchard (2014). Seven Questions about the Recent Oil Price Slump. IMF Direct 22. Dezember. Via Internet (8. März 2016) <<https://blog-imfdirect.imf.org/2014/12/22/seven-questions-about-the-recent-oil-price-slump/>>.
- Asiatische Entwicklungsbank (2015). *Asian Economic Integration Report 2015*. Manila.
- Barrett, A., A. Bergin, J. FitzGerald, D. Lambert, D. McCoy, E. Morgenroth, I. Siedschlag und Z. Studnicka (2015). Scoping the Possible Economic Implications of Brexit on Ireland. ESRI Research Series 48. The Economic and Social Research Institute, Dublin.
- Barsky, R., A. Justiniano und L. Melosi (2014). The natural rate of interest and its usefulness for monetary policy. *American Economic Review* 104 (5): 37–43.
- BIZ (Bank für Internationalen Zahlungsausgleich) (2016). *Quarterly Review* (March): 26-27.
- Borio, C. (2014). Monetary policy and financial stability: what role in prevention and recovery? BIS Working Papers 440, Januar 2014.
- Boulanger, P., und G. Philippidis (2015). The End of a Romance? A Note on the Quantitative Impacts of a "Brexit" from the EU. *Journal of Agricultural Economics* 66 (3): 832–842.
- Boysen-Hogrefe, J., K.-J. Gern, M. Plödt, B. van Roye und J. Scheide (2014). Belebung der Weltwirtschaft trotz Widerständen. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), *Weltkonjunktur im Frühjahr 2014*. Kieler Diskussionsbeiträge 534/535. IfW, Kiel.
- Boysen-Hogrefe, J., N. Jannsen und C.-P. Meier (2016). A Note on Banking and Housing Crises and the Strength of Recoveries. *Macroeconomic Dynamics*. Im Erscheinen.
- Buiter, W., C. Schulz und M. Read (2016). The implications of Brexit for the rest of the EU, Vox.eu. Via Internet (8. März 2016) <<http://www.voxeu.org/article/implications-brexit-rest-eu>>.
- Carrol, C.D., M. Otsuka und J. Slacalek (2011). How large are Housing and Financial Wealth Effects? A New Approach, *Journal of Money, Credit and Banking* 43 (1): 55-79
- Day, I. (2015). *Assessing China's Merchandise Trade Data Using Mirror Statistics*. In Reserve Bank of Australia – Bulletin. Dezember. Sydney.
- Del Negro, M., und F. Schorfheide (2013). DSGE model-based forecasting. In G. Elliott and A. Timmerman (Eds.), *Handbook of Economic Forecasting*, Vol. 2, Chapter 2: 57–140. Elsevier.
- Del Negro, M., M.P. Giannoni und F. Schorfheide (2015). Inflation in the Great Recession and New Keynesian models. *American Economic Journal: Macroeconomics* 7 (1): 168–196.
- Deutsche Bundesbank (2015). *Monatsbericht*. Dezember. Frankfurt am Main.

- Draghi, M. (2015). Introductory Statement to the Press Conference. 3. Juni. Via Internet (8. März): <<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2015/html/is150603.en.html>>.
- ECLAC (Economic Commission for Latin America and the Caribbean) (2016). *Preliminary Overview of the Economies of Latin America and the Caribbean*. Januar, 2016.
- EUROFRAME (2016). Economic Assessment of the Euro Area Winter 2015/16. Januar. Via Internet (8. März 2016) <http://euroframe.org/files/user_upload/euroframe/docs/2016/EUROFRAME%20Report_2016.pdf>
- European Council (2016). European Council Meeting 18 and 19 February 2016 – Conclusions, EUCO 1/16, adopted February 19, 2016. European Council, Brüssel.
- Financial Times* (2016). China commodity imports jump in December. 13. Januar, 2016. Via Internet (4. März 2016) <<https://next.ft.com/content/9b685f82-b9d8-11e5-bf7e-8a339b6f2164>>.
- Francis, N., und V.A. Ramey (2009). Measures of per capita hours and their implications for the technology-hours debate. *Journal of Money, Credit and Banking* 41 (6): 1071–1097.
- Furceri, D., und A. Mouroungane (2012). The effect of financial crises on potential output: New empirical evidence from OECD countries. *Journal of Macroeconomics* 34: 822–832.
- Gern, K.-J. (2015). Zu den Strukturreformen im Rahmen von “Abenomics”. Ifw-Box 2015-2. Via Internet (8. März 2016) <https://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/prognosezentrum/konjunkt/ifw-box/2015/box_2015-2_strukturreformen.pdf>.
- Gern, K.-J., und P. Hauber (2015). Konjunktur in China: Quo vadis? *Wirtschaftsdienst* (8): 575-576.
- Gern, K.-J., P. Hauber, N. Jannsen, S. Kooths und G. Potjagailo (2015a). Schwäche in den Schwellenländern bremst Weltkonjunktur. Kieler Konjunkturberichte Nr. 9 (2015|Q3). Via Internet (8. März 2016) <https://www.ifw-kiel.de/pub/kieler-konjunkturberichte/2015/konjunkturprognose_welt_herbst_2015.pdf>.
- Gern, K.-J., P. Hauber, N. Jannsen, S. Kooths und U. Stolzenburg (2015b). Weltkonjunktur nur allmählich mit höherer Dynamik. Kieler Konjunkturberichte Nr. 13 (2015|4). Via Internet (8. März 2016) <https://www.ifw-kiel.de/pub/kieler-konjunkturberichte/2015/kkb_13_2015-q4_welt.pdf>.
- Gern, K.-J., N. Jannsen, M. Plödt und T. Schwarzmüller (2015c). Zur Wirkung des Ölpreisrückgangs auf die Konjunktur. IfW-Box 2015.1. Via Internet (1. März 2016) <https://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/prognosezentrum/konjunkt/ifw-box/2015/box_2015-1_oelpreisrueckgang.pdf>.
- Gern, K.-J., N. Jannsen, S. Kooths und Maik Wolters (2015d). 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? Briefing paper for the European Parliament. Directorate General for Internal Policies – Policy Department A: Economic and Scientific Policy. IP/A/ECON/2015-01. März. Via Internet (8. März 2016) <https://polcms.secure.europarl.europa.eu/cmsdata/upload/b7278e81-bb5a-4aef-86ab-a0d208c96b7c/IfW_KIEL_QE_FINAL.pdf>.
- Hamilton, J.D. (2011). Nonlinearities and the Macroeconomic Effects of Oil Prices. *Macroeconomic Dynamics* 15 (3): 364–378.
- Husain, A., Rabah Arezki, P. Breuer, V. Haksar, T. Helbling, P. Medas und M. Sommer (2015). Global Implications of Lower Oil Prices. IMF Staff Discussion Note SDN 15/15. Juli. Via Internet (8. März 2016) <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2015/sdn1515.pdf>>.
- Herwartz, H., und M. Plödt (2016). The macroeconomic effects of oil price shocks: Evidence from a statistical identification approach. *Journal of International Money and Finance* 61: 30–44.
- IEA (International Energy Agency) (2016). *Monthly Oil Market Report*. February. Paris.
- Internationaler Währungsfond (2016). *World Economic Outlook Update*. Januar.
- Irwin, G. (2015). *BREXIT: The impact on the UK and the EU*. Global Counsel, London.
- Jannsen, N. (2011). Zu den Auswirkungen eines Ölpreisanstiegs auf die Konjunktur in den Vereinigten Staaten. IfW-Box 2011.14. Via Internet (5. März 2016) <https://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/prognosezentrum/konjunkt/ifw-box/folder.2015-11-06.5660637810/box_2011-14_oelpreisanstieg_usa.pdf>.
- Jannsen, N. (2014). Zur Schwäche des Welthandels. Ifw-Box 2014-7. Via Internet (9. März 2016) <https://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/prognosezentrum/konjunkt/ifw-box/2014/box_2014-7_welthandel.pdf>.

- Jannsen, N., G. Potjagailo und M. Wolters (2015). Monetary Policy during Financial Crises: Is the Transmission Mechanism Impaired? Kieler Arbeitspapiere 2005. Via Internet (8. März 2016) <<https://www.ifw-members.ifw-kiel.de/publications/monetary-policy-during-financial-crises-is-the-transmission-mechanism-impaired>>.
- Kilian, L. (2009). Not all oil price shocks are alike: disentangling demand and supply shocks in the crude oil market. *American Economic Review* 99 (3): 1053–1069.
- Kilian, L., und T.K. Lee (2014). Quantifying the speculative component in the real price of oil: the role of global oil inventories. *Journal of International Money and Finance* 42: 71–87.
- Nolan (2014). *Rebalancing China*. London: Anthem Press.
- Orphanides, A., und S. van Norden (2002). The Unreliability of Output-Gap Estimates in Real Time. *The Review of Economics and Statistics* 84 (4): 569–583.
- Ottaviano, G., J.P. Pessoa, T. Sampson und J.M. van Reenen (2014). Brexit or Fixit? The Trade and Welfare Effects of Leaving the European Union. CEP Policy Analysis. Centre for Economic Performance, London.
- Peersman, G., und I. van Robays (2012). Cross-country differences in the effects of oil shocks. *Energy Economics* 34 (5): 1532–1547.
- Penatzer, M. (2015). Brexit: Chance oder Untergang für Großbritannien. ROME Discussion Paper Series 15-08. Research On Money in the Economy (ROME), Düsseldorf.
- Purdue, D., und H. Huang (2015). *Brexit and its Impact on the Irish Economy*. National Treasury Management Agency, Dublin.
- Sala, L., U. Söderström und A. Trigari (2010). The output gap, the labor wedge, and the dynamic behavior of hours. Sveriges Riksbank Working Paper 246. Stockholm.
- Schoof, U., T. Petersen, R., Aichele und G. Felbermayr (2015). Brexit – Mögliche wirtschaftliche Folgen eines britischen EU-Austritts. Zukunft soziale Marktwirtschaft Policy Brief 2015/05, Bertelsmann Stiftung, Gütersloh.
- Schularick, M., und A. Taylor (2012). Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870–2008. *American Economic Review* 102 (2): 1029–1061.
- Smets, F., und R. Wouters (2007). Shocks and frictions in US business cycles: A Bayesian DSGE approach. *American Economic Review* 97 (3): 586–606.
- Springford, J., und P. Whyte (2014). *The consequences of Brexit for the City of London*. Centre for European Reform, London.
- The Economist* (2015). An Augean Stable. 13. Februar, 2016. Via Internet (8. März 2016) <<http://www.economist.com/news/americas/21692915-government-rebuilding-its-discredited-statistics-institute-augean-stable>>.
- The Economist* (2016). The Brexit delusion. 27. Februar 2016. Via Internet (8. März 2016) <<http://www.economist.com/news/briefing/21693568-david-cameron-will-struggle-win-referendum-britains-eu-membership-if-he-loses>>.
- Vegh, C.A., und G. Vuletin (2014). The Road to Redemption: Policy Response to Crises in Latin America. *IMF Economic Review* 62: 526–568.
- Wolters, M.H. (2016). How the Baby Boomers' Retirement Wave Distorts Model-Based Output Gap Estimates. Kiel Working Paper 2031. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Wright, J. (2016). *Alternative seasonal and weather adjustments may shed some light on mixed January jobs report*, Brookings Institution. Via Internet (8. März 2016) <<http://www.brookings.edu/blogs/jobs/posts/2016/02/08-alternative-seasonal-weather-adjustments-january-jobs-wright>>.
- Zuleeg, F. (2014). Britain outside Europe? Fewer EU concessions to UK post-Brexit. EPC Commentary. European Policy Centre, Brüssel.