

# KIELER KONJUNKTUR- BERICHTE

**Weltkonjunktur  
im Frühjahr 2017**

Abgeschlossen am 8. März 2017

**Nr. 27 (2017|Q1)**

*Klaus-Jürgen Gern, Salomon Fiedler,  
Philipp Hauber, Stefan Kooths,  
Galina Potjagailo und Ulrich Stolzenburg*

---

## INHALTSVERZEICHNIS

---

### Weltkonjunktur: Aufwärts trotz Risiken

Überblick .....	3
Hoffen und Bangen bezüglich der US-Wirtschaftspolitik.....	5
<i>Kasten 1: Zur Unternehmenssteuerreform in den USA.....</i>	<i>8</i>
<i>Kasten 2: Zur Protektionismusgefahr im transatlantischen Wirtschaftsraum.....</i>	<i>10</i>
<i>Kasten 3: Zur Lage am US-amerikanischen Arbeitsmarkt.....</i>	<i>19</i>
Ruhige Entwicklung am Ölmarkt .....	11
Inflation hat angezogen.....	12
Differenzierung der Geldpolitik – finanzpolitische Anregungen.....	14
Ausblick: Weltkonjunktur zieht an – Risiken bleiben groß.....	14
Die Prognose im Einzelnen.....	17
USA: Konjunktur festigt sich, wirtschaftspolitische Unsicherheit gestiegen.....	17
Weiter moderate Expansion in Japan.....	23
Anhaltend moderate Expansion in der Europäischen Union.....	25
China: Konjunktur wieder auf Kurs .....	28
Etwas stärkere Expansion in den übrigen Schwellenländern.....	31
Literatur .....	34

# WELTKONJUNKTUR: AUFWÄRTS TROTZ RISIKEN

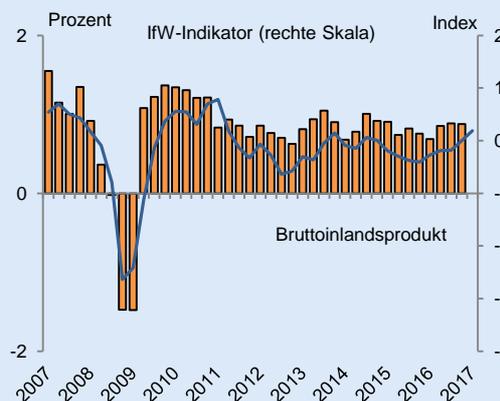
*Klaus-Jürgen Gern, Salomon Fiedler, Philipp Hauber, Stefan Kooths, Galina Potjagailo und Ulrich Stolzenburg*

Die Weltkonjunktur hat sich im Verlauf des Jahres 2016 trotz erhöhter politischer Unsicherheit gefestigt, und zu Beginn dieses Jahres den Indikatoren zufolge nochmals beschleunigt. Der Regierungswechsel in den Vereinigten Staaten hat offenbar Hoffnungen auf kräftige wirtschaftspolitische Impulse dort geweckt, während in Europa und Japan eine Abwertung der Währung gegenüber dem Dollar stützend wirkt. In den Schwellenländern hat sich die Lage stabilisiert, und für den Prognosezeitraum erscheint eine allmähliche Verstärkung der wirtschaftlichen Dynamik wahrscheinlich. Zwar ist ein kräftiger globaler Aufschwung angesichts nach wie vor bestehender vielfältiger struktureller Hemmnisse nicht zu erwarten. Der Anstieg der Weltproduktion – gerechnet auf Basis von Kaufkraftparitäten – dürfte sich gleichwohl von 3,1 Prozent im vergangenen Jahr auf 3,5 Prozent in diesem Jahr und 3,6 Prozent im Jahr 2018 erhöhen. Damit haben wir unsere Prognose vom Dezember beibehalten. Freilich bestehen für diese Prognose erhebliche Risiken, die nicht zuletzt aus der angekündigten, aber bislang noch nicht hinreichend konkretisierten wirtschaftspolitischen Umorientierung in den Vereinigten Staaten resultieren.

## Überblick

Im Winter 2017 hat die Weltkonjunktur trotz neuer politischer Unsicherheiten an Fahrt gewonnen. Nach einem schwachen Start belebte sich die Weltwirtschaft im Verlauf des Jahres 2016 zusehends. Zwar ist das Expansionsstempo nach wie vor moderat, doch nahm das Bruttoinlandsprodukt mit Quartalsraten von jeweils knapp 0,9 Prozent im zweiten Halbjahr etwa so stark zu wie im Durchschnitt seit dem Ende der globalen Finanzkrise im Jahr 2009 (Abbildung 1). Der IfW-Indikator für die weltwirtschaftliche Aktivität, der auf der Basis von Stimmungsindikatoren aus 42 Ländern berechnet wird, ist am aktuellen Rand weiter gestiegen und liegt zurzeit auf dem höchsten Niveau seit Anfang 2011. Dabei hat sich die Stimmung insbesondere in den fortgeschrittenen Volks-

Abbildung 1: Weltwirtschaftliche Aktivität 2007–2017

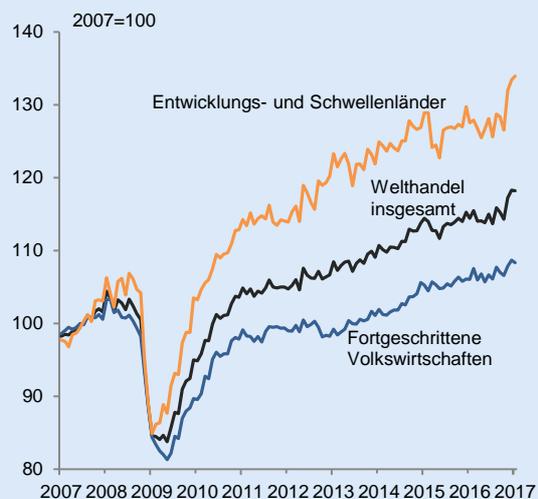


Quartalsdaten; saisonbereinigt; Indikator berechnet auf Basis von Stimmungsindikatoren aus 42 Ländern; Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal.

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

wirtschaften deutlich aufgeheitert, wo in den Vereinigten Staaten die Wahl Donald Trumps offenbar Hoffnungen auf kräftige wirtschaftspolitische Impulse geweckt hat, während in Europa und Japan eine Abwertung der Währungen gegenüber dem Dollar stützend wirkt. Für die Schwellenländer wird zwar von den Stimmungskennzeichen noch keine durchgreifende Besserung der konjunkturellen Lage angezeigt (Abbildung 2). Dennoch hat sich die wirtschaftliche Aktivität gegen Jahresende vor allem im asiatischen Raum sichtbar belebt. Industrieproduktion und Warenhandel zogen spürbar an, was erheblich zu der deutlichen Belebung des Welthandels in den letzten beiden Monaten des Jahres beigetragen hat (Abbildung 3). Die robuste Entwicklung der Weltkonjunktur seit Jahresmitte ist durchaus eine positive Überraschung, haben sich doch die politischen Risiken erhöht. Hierzu hat die Entscheidung des Vereinigten Königreichs, die EU zu verlassen, ebenso beigetragen wie der Wahlausgang in den Vereinigten Staaten und eine zunehmende Wahrscheinlichkeit, dass im Zuge anstehender Wahlen in Europa nationalistische Tendenzen weiter Auftrieb erhalten werden. Auch stellt sich

**Abbildung 3:**  
Welthandel 2007–2017



Monatsdaten; preis- und saisonbereinigt.

Quelle: CPB, World Trade Monitor, eigene Berechnungen.

mehr und mehr die Frage, wie lange die Notenbanken in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften dem Ziel, die Konjunktur anzuregen noch Priorität geben können, denn anders als noch vor einem Jahr besteht angesichts steigender Rohstoffpreise und rückläufiger Arbeitslosigkeit nicht mehr die Angst vor einem Abrutschen in die Deflation.

**In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften hat die Konjunktur angezogen.** Die wirtschaftliche Expansion in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften hat sich im vierten Quartal 2016 zwar im Vergleich zum Vorquartal wieder etwas verlangsamt (Abbildung 4). Die Indikatoren lassen aber erwarten, dass die Grundtendenz weiterhin deutlich nach oben gerichtet ist. In den Vereinigten Staaten reflektiert die geringere Zuwachsrates im Schlussquartal des Jahres vor allem temporäre Entwicklungen im Außenhandel; die Expansion der heimischen Absorption hat sich gegen Jahresende sogar verstärkt. Im Euroraum dürfte das Auslaufen des positiven Effekts niedrigerer Ölpreise auf die Kaufkraft der privaten Haushalte den Schwung im privaten Konsum gedämpft haben. Eine unvermindert zunehmende Beschäftigung, steigende Auftragseingänge und die zuletzt deutlich verbesserte Stimmung bei den Unternehmen sprechen aber dafür, dass die konjunkturelle Expansion sich nicht nachhaltig verlang-

**Abbildung 2:**  
Wirtschaftsklima nach Ländergruppen 2007–2017



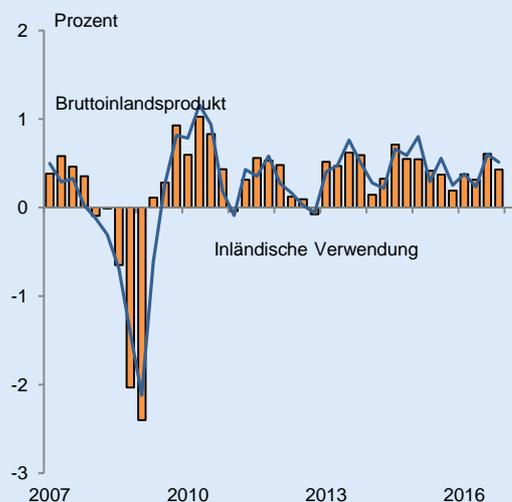
Monatsdaten, saisonbereinigt; teilweise geschätzt; auf der Basis der im IfW-Indikator enthaltenen Stimmungskennzeichen für 42 Länder (34 fortgeschrittene Volkswirtschaften und 8 Schwellenländer).

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

samt hat. Im Vereinigten Königreich sind negative Wirkungen der Austrittsentscheidung auf die gesamtwirtschaftliche Produktion bislang nicht auszumachen; das Bruttoinlandsprodukt nahm im zweiten Halbjahr 2016 sogar beschleunigt zu. Allerdings waren zuletzt deutliche Anzeichen einer Investitionszurückhaltung erkennbar. Die fortgeschrittenen Volkswirtschaften Asiens profitierten von der Belebung des Handels in der Region. In Japan war der moderate Anstieg des Bruttoinlandsprodukts im vierten Quartal sogar ausschließlich einer Zunahme des Außenbeitrags geschuldet.

übrigen asiatischen Schwellenländern legte die Produktion zwar deutlich zu. Das Tempo blieb aber nach historischen Maßstäben moderat. Die Exporte zogen zuletzt spürbar an, nachdem die Konjunktur über weite Strecken des Jahres durch eine schwache Ausfuhrentwicklung gedämpft worden war. In Indien hat die im November begonnene Reform im Bargeldverkehr die wirtschaftliche Aktivität zwar deutlich gedämpft. Im Bruttoinlandsprodukt des vierten Quartals hat sich dies aber nicht stark niedergeschlagen; die Zuwachsrate (Vorjahresvergleich) ging nur leicht von 7,4 Prozent im Vorquartal auf 7 Prozent zurück. Für die rohstoff-exportierenden Länder haben sich die Rahmenbedingungen mit dem deutlichen Anstieg der Rohstoffpreise verbessert, auch wenn die Notierungen weiter erheblich niedriger sind als vor zweieinhalb Jahren und die Anpassung der Ausgaben an niedrigere Exporterlöse insbesondere auf der staatlichen Ebene die gesamtwirtschaftliche Expansion noch einige Zeit bremsen wird. In Russland scheint die Rezession inzwischen überwunden zu sein, die Stimmung bei Unternehmen und Verbrauchern hat sich verbessert, und die Industrieproduktion nahm gegen Jahresende spürbar zu. Hingegen lässt das Ende der Rezession in Brasilien noch auf sich warten; die Produktion ging im im vierten Quartal erneut kräftig zurück.

**Abbildung 4:**  
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den G7-Ländern 2007–2016



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.

**In den Schwellenländern mehren sich die Anzeichen einer konjunkturellen Belebung.**

Im Verlauf des Jahres 2016 hellte sich das Bild für die Schwellenländer allmählich auf. In China zog die Konjunktur als Folge staatlicher Stimulierungsmaßnahmen an, auch wenn das Tempo der Expansion gemessen an den Raten der Vergangenheit weiterhin mäßig blieb. Das Bruttoinlandsprodukt expandierte im vierten Quartal nach offiziellen Schätzungen mit 1,7 Prozent in etwa so stark wie in den beiden Quartalen zuvor. Im Gesamtjahr wurde das Ziel der Regierung einer gesamtwirtschaftlichen Expansion von 6,7 Prozent erreicht. In den

**Hoffen und Bangen bezüglich der US-Wirtschaftspolitik**

**Das Ergebnis der US-Präsidentenwahl hat die Aktienmärkte weltweit beflügelt.** Die überraschende Mehrheit im Wahlmännergremium für Donald Trump hat die Unsicherheit über die künftige Ausgestaltung der Wirtschaftspolitik in den Vereinigten Staaten merklich erhöht. An vielen Stellen können auf der Basis der Ankündigungen im Wahlkampf erhebliche Veränderungen der Ausrichtung erwartet werden, ohne dass bekannt ist, wie die Maßnahmen konkret ausgestaltet werden sollen. Insgesamt wird die Grundausrichtung aber offenbar als wirtschaftsfreundlich und der Konjunktur zuträglich eingeschätzt. Dies betrifft insbesondere die Finanzpolitik und das Vorhaben, Regulierungen zu verringern. Hierfür spricht, dass die Aktienkurse seit der Präsi-

entschaftswahl stark gestiegen sind und zwar nicht nur in den Vereinigten Staaten, sondern auch in den übrigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften (Abbildung 5).

**Abbildung 5:**  
Aktienkurse in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2012–2017



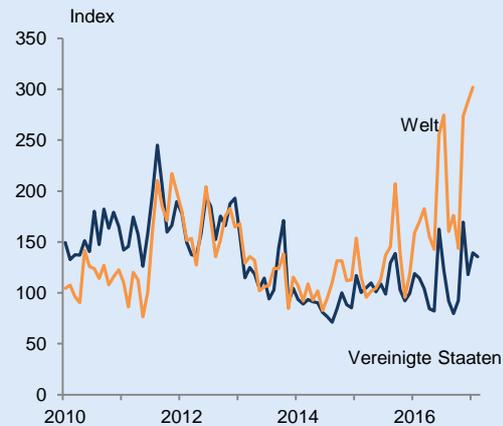
Wochendaten.

Quelle: Thomson Financial Datastream; eigene Berechnungen.

**Gleichzeitig ist die gemessene wirtschaftspolitische Unsicherheit vor allem außerhalb der Vereinigten Staaten gestiegen.** Während die Aktienmärkte optimistische Konjunkturerwartungen signalisieren, deuten Indizes, die auf der Auswertung von Printmedien basieren, auf einen Anstieg der politischen Unsicherheit hin, welche sich tendenziell dämpfend auf die wirtschaftliche Aktivität auswirkt (Bloom 2014; Baker et al. 2016). Interessanterweise war der Anstieg außerhalb der Vereinigten Staaten ausgeprägter und nachhaltiger als in den Vereinigten Staaten selbst (Abbildung 6).

**Die wirtschaftspolitischen Entscheidungen in den Vereinigten Staaten sind aufgrund der Größe der US-Ökonomie für die gesamte Weltwirtschaft von großer Bedeutung.** Die US-Wirtschaft erzeugt ein Viertel der weltweiten Produktion von Waren und Dienstleistungen, sie ist für ein Zehntel des Welthandels verantwortlich, ist gleichzeitig der weltgrößte internationale Schuldner und Gläubiger und stellt mit dem Dollar die mit Abstand wichtigste Währung

**Abbildung 6:**  
Weltwirtschaft: Wirtschaftspolitische Unsicherheit 2010–2017

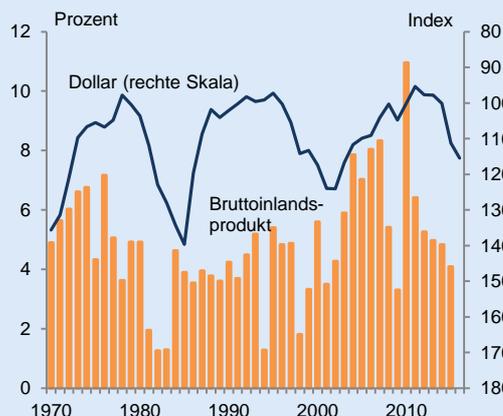


Monatsdaten. Wirtschaftspolitische Unsicherheit gemessen an der Verwendung bestimmter Stichwörter in ausgewählten Printmedien.

Quelle: www.policyuncertainty.com.

für internationale Transaktionen (außerhalb des Gemeinsamen Markts der EU). Von daher beeinflussen wirtschaftspolitische Entscheidungen in den Vereinigten Staaten über den Handelskanal, über die Verflechtungen im Finanzsektor und über Auswirkungen auf die Rohstoffpreise auch die Konjunktur in der übrigen Welt beträchtlich (Weltbank 2017). Zum einen profitiert von einem Anstieg der Nachfrage in den Vereinigten Staaten auch die Konjunktur in den Handelspartnerländern, und ein Aufschwung am US-Aktienmarkt geht typischerweise auch in den übrigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften mit steigenden Kursen einher. Die Entwicklungs- und Schwellenländer profitieren per Saldo als Rohstoffexporteure von steigenden Rohstoffpreisen. Problematisch ist für sie allerdings eine Aufwertung des US-Dollar, die häufig finanziellen Stress auslöst. Denn in dem Maße wie Anleihen von Staaten und Unternehmen in diesen Ländern in Dollar denominated sind, ist mit einer Dollaraufwertung ein Anstieg der Schuldenlast verbunden. So gehen Phasen der Stärke des Dollars in der Regel mit Phasen rückläufiger Expansionsraten in den Schwellenländern einher (Abbildung 7).

**Abbildung 7:**  
**Entwicklungs- und Schwellenländer:**  
**Bruttoinlandsprodukt 1970–2016**



Jahresdaten. Bruttoinlandsprodukt: Entwicklungs- und Schwellenländer, Veränderung gegenüber dem Vorjahr. Dollar: real effektiver Wechselkurs basierend auf Verbraucherpreisen, Anstieg entspricht einer realen Abwertung.

Quelle: IWF, *World Economic Outlook Database, International Financial Statistics*.

**Bisherige Ankündigungen lassen eine deutlich expansive Fiskalpolitik erwarten.** Die neue US-Regierung hat bislang einen starken Anstieg der Ausgaben für Infrastruktur und das Militär angekündigt. Zwar soll an anderer Stelle gekürzt werden, es dürfte aber schwierig sein, kurzfristig Einsparungen in ähnlicher Höhe zu realisieren. Zudem sind Steuersenkungen in beträchtlicher Größenordnung angekündigt worden, die zum einen die Einkommensteuer betreffen, zum anderen wohl entstehen würden, wenn eine große Reform der Unternehmensbesteuerung auf der Basis des von den Republikanern vorgelegten Plans umgesetzt würde. Eine solche Steuerreform könnte der US-Wirtschaft deutliche Impulse geben, sie weckt aber auch Befürchtungen im Ausland, dass die Umstellung vom Herstellungslandprinzip (wie es für die Unternehmensbesteuerung international üblich ist) auf das Bestimmungslandprinzip (wie es für die Mehrwertsteuer gilt) den grenzüberschreitenden Handel verzerrt (Kasten 1).

**Ein starker Stimulus für die Nachfrage könnte angesichts derzeit weitgehend normal ausgelasteter gesamtwirtschaftlicher Kapazitäten den Inflationsdruck rasch erhöhen.** Fraglich ist allerdings, in welchem Umfang die US-Wirtschaft Kapazitäten mobilisieren kann, um einer höheren Nachfrage gerecht zu werden. Die Arbeitslosigkeit ist mit zuletzt 4,8

Prozent nicht mehr weit von ihrem vor der Finanzkrise verzeichneten Tiefstand entfernt. Zudem will die Regierung Trump offenbar verstärkt illegale Immigranten ausweisen, was das Arbeitskräftepotenzial weiter reduzieren würde. Die Kernrate der Inflation liegt bereits bei 2,3 Prozent, und ein spürbares Anziehen des Preisauftriebs würde wohl zu einer rascheren Erhöhung der Notenbankzinsen führen oder über eine stärkere reale Aufwertung die Nachfrage dämpfen.

**Eine protektionistische Handelspolitik ist ein Risiko für die Konjunktur, vor allem aber für die wirtschaftliche Entwicklung in der mittleren Frist.** Die neue Regierung steht einer weiteren Intensivierung des internationalen Handels kritisch gegenüber. Sie wird das ausverhandelte regionale Handelsabkommen mit den Pazifik-Anrainerstaaten TPP nicht ratifizieren, und ein erfolgreicher Abschluss anderer multinationaler Verträge wie des auch auf europäischer Seite kontrovers diskutierten weitreichenden Freihandels- und Investitionsschutzabkommens TTIP ist nicht zu erwarten.<sup>1</sup> Grundsätzlich strebt die US-Regierung offenbar individuelle zwischenstaatliche Vereinbarungen an, bei denen sie ihre Verhandlungsmacht stärker ausnutzen kann. Besorgnis bei den Handelspartnern hat das Vorhaben ausgelöst, in großem Stil handelsbeschränkende Maßnahmen und Subventionen zum Schutz heimischer Industrien und zur Vermeidung der Verlagerung von Produktion an kostengünstigere Standorte im Ausland als Mittel der Wirtschaftspolitik einzusetzen. Sofern diese Maßnahmen über die in der internationalen Handelsordnung vorgesehenen Anti-Dumping-Zölle hinausgehen, könnten die Handelspartner ihrerseits protektionistische Maßnahmen ergreifen, mit der Folge einer ausgeprägten Behinderung des internationalen Warenverkehrs. Dies könnte die Konjunktur weltweit spürbar bremsen, vor allem aber das mittelfristige Wachstumspotenzial reduzieren. Denn Außenhandel setzt zwar die heimische Wirtschaft unter zusätzlichen Wettbewerbsdruck und führt zu Strukturwandel, der sozial bewältigt werden muss. Er ist aber gleichzeitig

<sup>1</sup> Allerdings ist denkbar, dass auf ausgewählten Feldern weiterverhandelt wird und auch Fortschritte erzielt werden.

### Kasten 1:

#### Zur Unternehmenssteuerreform in den USA

Eines der prominentesten Projekte der Republikaner in den USA, welche derzeit nicht nur den Präsidenten stellen, sondern auch die Mehrheit in beiden Kammern des Kongresses innehaben, ist eine grundlegende Reform der Unternehmensbesteuerung<sup>a</sup> in den Vereinigten Staaten. Ziel ist der Übergang zu einer sogenannten bestimmungslandbezogenen Cash-Flow-Steuer. Im Einzelnen beinhaltet das im Raum stehende Reformpaket folgende Maßnahmen (GOP 2016):

- Generell sollen die **Steuersätze gesenkt** werden. So soll die Körperschaftsteuer pauschal 20 Prozent<sup>b</sup> betragen und die persönliche Einkommensteuer auf Unternehmensgewinne bei einem Spitzensteuersatz von 25 Prozent gedeckelt werden. Weiterhin soll bei der Berechnung der Einkommensteuer auf Kapitalerträge (Zinsen, Dividenden, Kursgewinne) pauschal ein Abschlag von 50 Prozent auf die Bemessungsgrundlage erfolgen, um die Doppelbesteuerung zu reduzieren, welche entsteht, da ebene Kapitaleerträge zuvor schon der Körperschaftsteuer unterlagen.
- Gleichzeitig soll die **Bemessungsgrundlage** der Unternehmenssteuern dadurch **verbreitert** werden, dass Nettozinszahlungen nicht länger steuerlich abgesetzt werden können.<sup>c</sup> Auch eine Reihe weiterer Absetzungsmöglichkeiten, die den Republikanern zufolge nicht auf effizienztheoretischen Überlegungen fußen, sondern Sonderinteressen bedienen, sollen abgeschafft werden.
- Auf der anderen Seite sollen **Investitionsausgaben sofort** – und nicht mehr wie bislang über mehrere Jahre verteilt – **abgeschrieben** werden dürfen. Sämtliche immateriellen wie materiellen Investitionsgegenstände mit Ausnahme von Boden sollen von dieser Abschreibungsmöglichkeit profitieren können.
- Die Steuer soll nicht mehr dem bisherigen Herstellungslandprinzip (die Steuer fällt am Ort der Herstellung an) sondern durch einen entsprechenden **Grenzausgleich** dem Bestimmungslandprinzip (die Steuer fällt am Ort der Verwendung eines Gutes an) folgen. Deshalb sollen Exporterlöse von der Bemessungsgrundlage abgezogen werden können, während dies bei Kosten für importierte Güter nicht der Fall sein soll.
- Schließlich sollen die Regeln zum **Verlustvortrag** angepasst werden. Operative Nettoverluste sollen ohne zeitliche Begrenzung gegen etwaige zukünftige Gewinne verrechnet werden dürfen. Das Anrechnungsmaximum in jedem Steuerjahr soll dabei 90 Prozent des jeweiligen Jahresgewinns betragen. Der Bestand an noch nicht verrechneten Verlusten soll außerdem angemessen verzinst werden, um Inflation und Kapitalkosten auszugleichen.

Die Republikaner begründen die vorgeschlagene Reform damit, dass mit ihr das Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten angekurbelt und das Leistungsbilanzdefizit reduziert würde.

Ersteres erscheint durchaus plausibel: Durch niedrigere Unternehmenssteuern und verbesserte Abschreibungsmöglichkeiten dürften die Investitionen in den Vereinigten Staaten zunehmen, wodurch im Zeitablauf auch die Produktionsmöglichkeiten ausgeweitet werden. Darüber hinaus würden auch einige Ineffizienzen beseitigt: da zumindest außerhalb der Finanzbranche die steuerliche Ungleichbehandlung von Eigen- und Fremdkapital beendet werden soll, wäre in der Zukunft der Anreiz zugunsten von Überschuldungen reduziert. Die tatsächliche Höhe der Effekte unterliegt natürlich einiger Unsicherheit. Pomerleau (2016)<sup>d</sup> errechnet für den gesamten Republikanischen Steuerplan, der allerdings noch weitere Maßnahmen über die hier vorgestellte Unternehmenssteuerreform beinhaltet, ein Bruttoinlandsprodukt, welches nach zehn Jahren um 9,1 Prozent höher wäre also ohne ihn. 5,4 Prozentpunkte werden hierbei allein von den verbesserten Abschreibungsmöglichkeiten für Investitionen beigesteuert.

Bezüglich des Leistungsbilanzdefizits mag auf den ersten Blick der Eindruck entstehen, dass der Grenzausgleich einem Importzoll und einer Exportsubvention gleichkommt und deshalb die internationalen Handelsströme ineffizient verschieben wird. Allerdings ist das Leistungsbilanzdefizit immer das Spiegelbild der Differenz aus Ersparnis und Investitionen im Inland. Da der Grenzausgleich für sich genommen weder die inländische Sparneigung erhöhen noch die Investitionsneigung reduzieren dürfte, wird sich auch die Leistungsbilanz von ihm unbeeindruckt zeigen. Vielmehr ist damit zu rechnen, dass die Anpassung an das neue Steuersystem über den Außenwert des Dollar geschehen wird – die Einführung einer Bestimmungslandsteuer in Höhe von 20 Prozent hätte theoretisch eine Aufwertung des Dollar um 25 Prozent zur Folge (Feldstein 2017).

Freilich stehen solch einer reibungslosen Anpassung in der Praxis einige Hürden im Weg. Zu der generellen Möglichkeit, dass die Devisenmärkte nicht unmittelbar vollständig zu dem neuen effizienten Dollarkurs übergehen werden, gesellen sich eine Reihe weiterer Komplikationen. So stellt eine Aufwertung des Dollars einen Transfer zugunsten jener dar, die auf Dollar lautende Vermögenstitel ihr Eigen

nennen. Umgekehrt würden Dollar-Schuldner verlieren; bei einer plötzlichen starken Aufwertung könnten einige von ihnen in die Überschuldung geraten. Verwerfungen könnten außerdem dadurch entstehen, dass die Anpassung des Wechselkurses auch von der Beurteilung der Rechtmäßigkeit der neuen Steuer durch die Welthandelsorganisation und eventuell durch sie legitimierten Sanktionsmaßnahmen der Handelspartner abhängt. Des Weiteren sorgen einige technische Details dafür, dass nicht alle Verzerrungen ausgeglichen werden können: da die Steuern für Pass-Through Entities bis zu 25 Prozent betragen können, während bei der Körperschaftsteuer pauschal 20 Prozent angesetzt werden und der private Dienstleistungshandel (z.B. Tourismus) unter Umständen gar nicht unter die Besteuerung fallen wird, gibt es kein einzelnes Wechselkursniveau, welches allen gerecht wird (Gale 2017). Schließlich werden solche Firmen, die dauerhaft als Importeure auftreten – deren Verlustvorträge also nie gegen Gewinne verrechnet werden können – benachteiligt, was eine rein in der Steuerarbitrage begründete Übernahmewelle auslösen könnte (Becker und Englisch 2017).

Ungeklärt ist noch die Finanzierung des insgesamt steuermindernd wirkenden Republikanischen Reformpakets. Pomerleau (2016) errechnet Mindereinnahmen<sup>e</sup> für den amerikanischen Fiskus von 2,4 Billionen Dollar in den ersten zehn Jahren für den Fall unveränderten Wirtschaftswachstums. Wenn der von ihm prognostizierte Wachstumsschub zu Stande kommt, würden innerhalb der ersten Dekade 191 Milliarden weniger vereinnahmt werden. Inwieweit und welche Budgetanpassungen zum Ausgleich vorgenommen werden, ist zurzeit noch nicht absehbar. Deshalb lässt sich auch der Effekt auf die Nettoersparnis des Staates nicht abschließend feststellen.

Eine unilaterale Einführung des Bestimmungslandprinzips durch die Vereinigten Staaten würde für in anderen Ländern ansässige Unternehmen den Anreiz setzen, ihren Steuersitz dorthin zu verlegen. Damit entgingen sie den Unternehmenssteuern in ihren Herkunftsländern. Gleichzeitig würden ihre Erlöse aus Verkäufen außerhalb der Vereinigten Staaten auch vom amerikanischen Fiskus nicht besteuert. So lange die anderen Länder ihr Steuerrecht also nicht entsprechend anpassen, würden die Vereinigten Staaten als Steueroase<sup>f</sup> fungieren, wodurch bei den betroffenen Regierungen entsprechende Steuermindereinnahmen entstehen (Becker und Englisch 2017).

Alles in allem enthält der von den Republikanern vorgelegte Plan einige Ansätze, die das Wirtschaftswachstum in den Vereinigten Staaten prinzipiell positiv beeinflussen sollten. Allerdings lauern Fallstricke im Detail, so dass bei der Umsetzung Sorgfalt geboten ist, um Verzerrungen im Wirtschaftsgefüge zu vermeiden; insbesondere für die Übergangsphase, in der sich die Anpassung des Wechselkurses vollzieht, bestehen erhebliche Verwerfungsgefahren. Die Hoffnung einiger Befürworter des Steuerplans, durch ihn das Außenhandelsdefizit der Vereinigten Staaten reduzieren zu können, dürfte sich nicht erfüllen. Im Gegenteil: da die Investitionsanreize einen Kapitalzufluss auslösen dürften, wird die Leistungsbilanz in der Anpassungsphase wohl noch stärker ins Minus rutschen.<sup>g</sup>

<sup>a</sup>Die Reformvorschläge betreffen dabei eine Reihe von Einzelsteuern: die Körperschaftsteuer, die persönliche Einkommensteuer (welche bei sogenannten Flow-Through Entities, bei denen der Gewinn nicht auf Unternehmensebene besteuert wird, sondern als Einkommen der Eigentümer behandelt wird, zum Tragen kommt) und die Kapitalertragsteuern. — <sup>b</sup>Freilich sind neben den hier genannten von verschiedener Seite auch andere Sätze in die Steuerdebatte eingebracht worden. — <sup>c</sup>Für Unternehmen der Finanzbranche sollen Sonderregelungen gefunden werden. — <sup>d</sup>Das verwendete „Taxes and Growth“-Modell beinhaltet noch nicht den internationalen Sektor, weswegen sich mit ihm keine Aussagen über Veränderungen bei den Kapitalströmen in das und aus dem Ausland treffen lassen. Des Weiteren ist zu beachten, dass die anhand historischer Daten geschätzten Modellparameter bei einer so einschneidenden wie der vorgeschlagenen Reform an Validität verlieren können. — <sup>e</sup>Wie oben erwähnt, enthält der hier durchgerechnete Steuerplan auch über die Unternehmenssteuerreform hinausgehende Maßnahmen. — <sup>f</sup>Insgesamt läuft der vorliegende Reformplan darauf hinaus, dass die herkömmliche Unternehmensbesteuerung abgeschafft wird und ein einer Mehrwertsteuer ähnliches Konstrukt an ihre Stelle tritt. — <sup>g</sup>Es ist unklar, inwieweit sich die verringerte Kapitalertragsbesteuerung auf die Sparneigung auswirken wird. Es ist jedoch nicht davon auszugehen, dass die inländische Sparleistung in ausreichendem Maße zunehmen wird, um die zusätzlichen Investitionen zu übertreffen.

ein Motor der Produktivitätsentwicklung, erschließt zusätzliche Konsummöglichkeiten auch für die Bezieher niedriger Einkommen und bildet damit eine wichtige Säule des Wirtschaftswachstums. Die Wahrscheinlichkeit eines Handelskrieges wird freilich dadurch verringert,

dass die US-Wirtschaft aufgrund der ausgeprägten internationalen Kapitalverflechtungen ebenfalls negativ betroffen wäre, wenn aufgrund protektionistischer Maßnahmen der Vereinigten Staaten die wirtschaftliche Aktivität im Ausland geschwächt wird (Kasten 2).

**Kasten 2:**

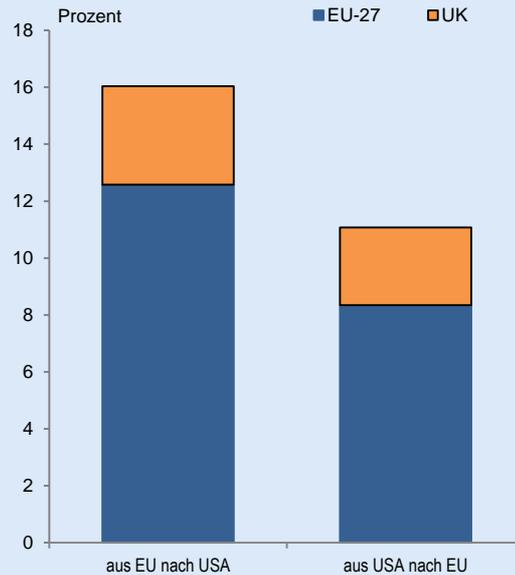
**Zur Protektionismusgefahr im transatlantischen Wirtschaftsraum**

Die merkantilistisch geprägten Äußerungen aus den Reihen der neuen US-amerikanischen Präsidentschaft nähren Befürchtungen, dass es seitens der Vereinigten Staaten auch gegenüber der Europäischen Union zu einer protektionistisch ausgerichteten Außenhandelspolitik kommen könnte. Diese Sorge rührt vor allem aus dem von amerikanischer Seite besonders kritisch gesehenen hohen bilateralen Handelsüberschuss der Europäer, wobei der deutsche Beitrag besonders ausgeprägt ist. Im abgelaufenen Jahr betrug der Exportüberschuss der Europäischen Union gegenüber den Vereinigten Staaten 115 Mrd. (davon aus Deutschland: 49 Mrd. Euro). Die aggressiveren Töne aus dem Weißen Haus könnten auch dadurch motiviert sein, dass der US-amerikanische Markt für europäische Exporteure relativ bedeutender ist als umgekehrt. So gingen zuletzt 16 Prozent aller EU-Exporte in die Vereinigten Staaten, im Gegenzug nahmen die EU-Länder 11 Prozent aller US-amerikanischen Ausfuhren auf (Abbildung K2-1).

Diese handelsbezogene Sicht übersieht allerdings, dass der transatlantische Wirtschaftsraum nicht nur über den laufenden Gütertausch, sondern in noch stärkerem Maße über gegenseitige Kapitalverflechtungen im Rahmen von Direktinvestitionen verbunden ist und hierbei US-amerikanische Unternehmen stark im europäischen Binnenmarkt engagiert sind. So sind bislang 50 Prozent aller ausländischen Direktinvestitionen der Vereinigten Staaten in die Länder der Europäischen Union geflossen (Abbildung K2-2). Selbst bei einem Austritt des Vereinigten Königreiches beliefe sich der Anteil noch auf fast 40 Prozent. Umgekehrt waren die Vereinigten Staaten das Zielland für 32 Prozent aller Direktinvestitionen der EU-Länder in der übrigen Welt.

Die erhebliche güterwirtschaftliche Bedeutung der Direktinvestitionspositionen zeigt sich am Umsatz derjenigen im europäischen Binnenmarkt operierenden Unternehmen, die mehrheitlich im Eigentum amerikanischer Muttergesellschaften stehen (Abbildung K2-3). Deren Umsätze übertreffen die Exporte der Vereinigten Staaten um das Fünffache. Jede protektionistische Maßnahme, die über eine Behinderung der transatlantischen Wirtschaftsbeziehungen die ökonomische Aktivität in der Europäischen Union schwächt, beträfe daher auch unmittelbar vitale Interessen US-amerikanischer Unternehmen. Diese dürften in einem solchen Falle ihren Einfluss auf die Regierung der Vereinigten Staaten geltend machen. Gerade weil die neue Administration offenbar in den Kategorien eng umrisse-

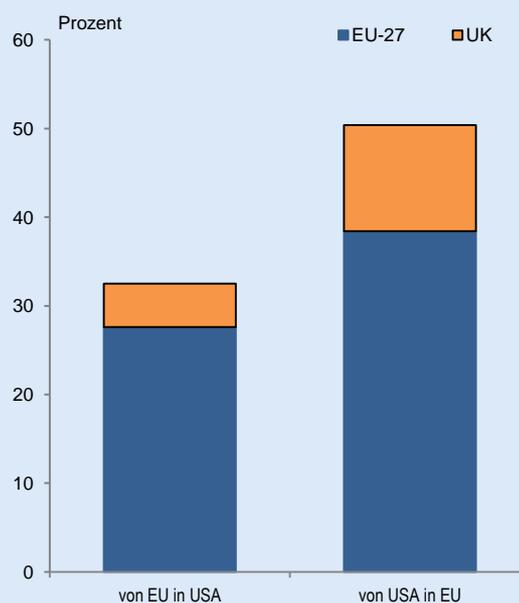
**Abbildung K2-1:**  
**Transatlantische Handelsverflechtung 2015**



Exporte: Waren und Dienstleistungen; Anteil an den Gesamtexporten; von EU nach USA: ohne Intra-EU-Exporte; EU-27: EU ohne Vereinigtes Königreich.

Quelle: Eurostat; US Bureau of Economic Analysis.

**Abbildung K2-2:**  
**Transatlantische Direktinvestitionspositionen 2011**



Anteil am Gesamtbestand der im Ausland gehaltenen Direktinvestitionen; von EU in USA: ohne Intra-EU-Positionen; EU-27: EU ohne Vereinigtes Königreich. Daten für die Jahre nach 2011 liegen noch nicht vor.

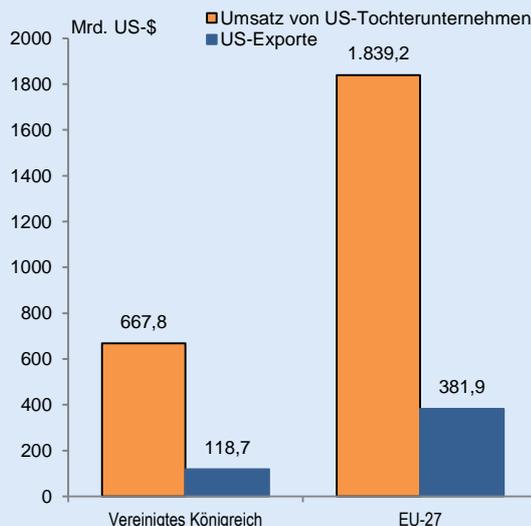
Quelle: Eurostat; US Bureau of Economic Analysis.

ner „nationaler Interessen“ denkt, wird dieser Einflusskanal besonders wirksam sein und dürfte europäische Drohungen mit Retorsionsmaßnahmen an Bedeutung übertreffen.

In der Relevanz des europäischen Marktes für US-amerikanische Tochterunternehmen zeigt sich die transatlantische Interessengemeinschaft an gemeinsamer Prosperität auf beiden Seiten des Atlantiks. Dies verdeutlicht den politischen Akteuren auf konkrete Weise, dass offene Märkte kein Nullsummen- oder gar Negativsummenspiel sind, sondern dass die gegenseitige Handels- und Kapitalverflechtung zum Vorteil beider Seiten wirkt.

Fazit: Insgesamt kann damit ein handelspolitischer Konflikt zwischen den Vereinigten Staaten und der Europäischen Union zwar nicht restlos ausgeschlossen werden. Es zeigt sich indes, dass dadurch auch auf amerikanischer Seite beträchtliche Interessen berührt würden, die ein solches Szenario insgesamt weniger wahrscheinlich erscheinen lassen als es die derzeit betont handelszentrierte Debatte nahelegt.

**Abbildung K2-3:**  
Bedeutung des EU-Binnenmarktes für US-amerikanische Unternehmen 2014



EU-27: EU ohne Vereinigtes Königreich.

Quelle: US Bureau of Economic Analysis.

## Ruhige Entwicklung am Ölmarkt

**Der Ölpreis ist trotz einer Verknappung des Ölangebots nur moderat gestiegen.** Anfang Dezember einigte sich die Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) auf länderspezifische Quoten, mit denen die bereits Ende September angekündigte Reduzierung der Fördermengen umgesetzt werden soll. Darüber hinaus gaben wichtige Produzentenländer außerhalb der OPEC, allen voran Russland, bekannt, ihre Produktion ebenfalls in erheblichem Umfang kürzen zu wollen. Insgesamt belief sich die angekündigte Kürzung der Fördermengen auf 2 Prozent der Weltproduktion (Gern 2016: [IfW-Box 2016.26](#)). Anders als auf der Basis historischer Erwartungen vielfach erwartet, ist die Förderung insgesamt weitgehend wie geplant reduziert worden. Der Erfüllungsgrad lag für die OPEC im Januar bei rund 90 Prozent (International Energy Agency 2017).<sup>2</sup> Auch die

<sup>2</sup> Die Quotentreue unterschied sich allerdings von Land zu Land deutlich. Während Saudi-Arabien und Katar sowie Angola sogar stärker als vorgesehen reduzierten, wurde die Quotenkürzung im Irak nur etwa zur Hälfte, in Gabun und Venezuela sogar nur zu einem Fünftel umgesetzt.

Ölproduktion in Russland wurde deutlich reduziert, wenngleich sie im Januar hier immer noch höher war als ein Jahr zuvor. Dennoch ist der Ölpreis in den vergangenen Wochen nicht weiter gestiegen (Abbildung 8). Dies liegt zum einen daran, dass die Lagerbestände an Rohöl in den vergangenen beiden Jahren der Überproduktion stark gestiegen waren und sich nach wie vor auf historisch hohem Niveau befinden. Zudem soll die Quotenregelung Mitte des Jahres überprüft werden, und es wird erwartet, dass es im Fall eines deutlichen Nachfrageüberhangs zu einer Lockerung kommen wird. Nicht zuletzt hat die Ölindustrie in den Vereinigten Staaten bereits reagiert und die Bohrtätigkeit ausgeweitet, so dass in einigen Monaten wieder mit deutlich steigender Produktion von US-Schieferöl zu rechnen ist. Dies spiegelt sich derzeit vor allem in einer abwärts geneigten Futures-Kurve für Ölkontrakte (Backwardation), während in der Phase der Überproduktion eine deutlich steigende Kurve (Contango) zu beobachten gewesen war. Daher haben wir unsere Annahme für den Ölpreis im laufenden Jahr nur leicht angehoben (Tabelle 1). Für den weiteren Prognosezeitraum rechnen wir mit

**Tabelle 1:**  
Rahmendaten für die Konjunkturprognose 2016–2018

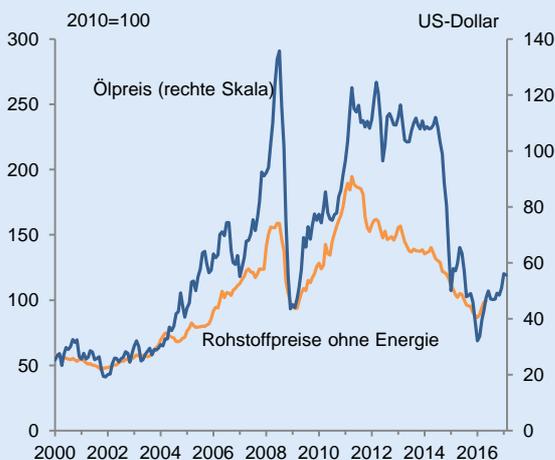
	2016				2017				2018			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Leitzins												
Vereinigte Staaten	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	0,8	0,8	1,0	1,0	1,3	1,3	1,5
Japan	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Euroraum	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Wechselkurse												
US-Dollar/Euro	1,10	1,13	1,12	1,07	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06
Yen/US-Dollar	115,3	108,8	102,5	109,4	115,0	115,0	115,0	115,0	115,0	115,0	115,0	115,0
Ölpreis (Brent) in US-Dollar	35,3	46,8	47,0	49,5	56,0	56,7	56,9	56,7	56,4	56,1	55,8	55,4
HWWI-Index für Industrierohstoffe	87,7	95,2	97,5	106,3	108,4	108,8	109,6	110,7	111,9	113,3	115,0	116,7

Leitzins: Vereinigte Staaten: Untergrenze des Zielbandes für die Fed Funds Rate; 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.

tendenziell wieder leicht sinkenden Notierungen. Für den Jahresdurchschnitt 2017 und 2018 ergibt sich jeweils ein Ölpreis von etwas mehr als 55 Dollar je Barrel, nach 45 Dollar im Jahr 2016.

**Abbildung 8:**  
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 Preisentwicklung am Ölmarkt war nicht nur angebotsgetrieben.** Dass Rohöl der Sorte Brent am Spotmarkt Mitte Dezember rund 10 Dollar bzw. 20 Prozent höher notierte als drei Monate zuvor, hat wohl nicht nur an den Maßnahmen auf der Angebotsseite gelegen. Denn gleichzeitig hatten die Preise für Industrierohstoffe, die sich im Frühjahr im Einklang mit dem

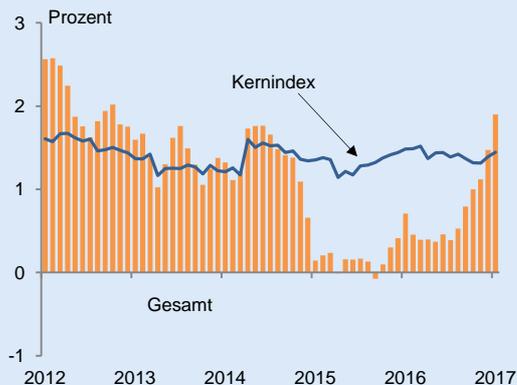
Ölpreis von den zu Jahresbeginn erreichten Tiefständen erholt hatten, ebenfalls kräftig angezogen. Dies spricht dafür, dass das höhere Niveau des Ölpreises auch durch eine konjunkturbedingt höhere Nachfrage getrieben war. Insofern dürften die dämpfenden Effekte, die von dem Anstieg des Ölpreises auf die Produktion in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ausgehen, weniger fühlbar sein, als dies bei einer rein angebotsinduzierten Preiserhöhung zu erwarten gewesen wäre.<sup>3</sup>

### Inflation hat angezogen

**Der Preisanstieg auf der Verbraucherebene hat sich in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zuletzt deutlich verstärkt.** Die Inflationsrate für die Ländergruppe lag im Januar bei 1,9 Prozent (Abbildung 9). Maßgeblich für den Anstieg war, dass die Energiepreise deutlich höher waren als ein Jahr zuvor, als sie einen Tiefstand erreicht hatten. Hinzu kommt in einigen Ländern, insbesondere im Euroraum, ein witterungsbedingter deutlicher Anstieg der Preise für frische Nahrungsmittel. Die ohne Berücksichtigung der Energie- und Nahrungsmittelpreise berechnete Kernrate der Inflation bewegt sich weiter in dem schmalen Band zwischen 1,2 und 1,6 Prozent, in dem sie sich seit 2011 befindet.

<sup>3</sup> Maßgeblich für die konjunkturelle Wirkung von Ölpreisänderungen auf die Konjunktur sind die zugrundeliegenden Ursachen (Jannsen und Plödt 2016: [IfW-Box 2016.1.](#))

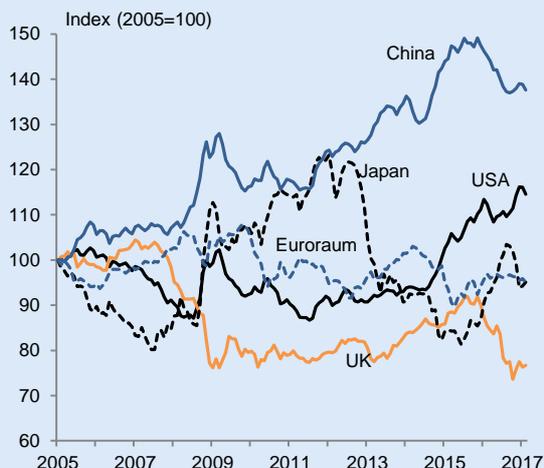
**Abbildung 9:**  
Verbraucherpreise in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2012–2017



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.

**Abbildung 10:**  
Nominale effektive Wechselkurse 2005–2017

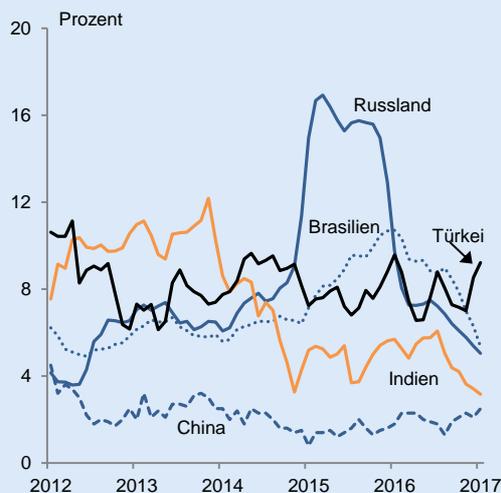


Monatsdaten.

Quelle: JP Morgan, *Datastream*.

**Neben den Rohstoffpreisen beeinflussen gegenwärtig auch kräftige Wechselkursverschiebungen die Preistendenzen.** Die Stärke des US-Dollar dämpft die Inflation vonseiten der Importpreise in den Vereinigten Staaten. Hingegen wird der Preisauftrieb im Euroraum und besonders im Vereinigten Königreich durch eine schwächere Bewertung der heimischen Währung erhöht. Auch in Japan wirkte die Wechselkursentwicklung zuletzt wieder inflationär – der Wert des Yen ist seit dem Spätsommer gegenüber dem US-Dollar um knapp 10 Prozent gefallen (Abbildung 10). Zuvor hatte die japanische Währung stark aufgewertet, was wesentlich dazu beigetragen hatte, dass die Preise auf der Verbraucherebene über weite Strecken des vergangenen Jahres wieder rückläufig waren. In einigen Schwellenländern hat der Inflationsdruck stark nachgelassen, nachdem die jeweiligen Währungen sich im Jahresverlauf deutlich von den Tiefs erholt hatten, auf die sie zu Beginn des vergangenen Jahres gefallen waren. In der Folge ist die Inflation in Russland und Brasilien von zweistelligen Raten auf etwas mehr als 5 Prozent gesunken (Abbildung 11). Hoch ist der wechselkursbedingte Inflationsdruck allerdings nach wie vor in der Türkei.

**Abbildung 11:**  
Verbraucherpreise in großen Schwellenländern 2012–2017



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*.

## **Differenzierung der Geldpolitik – finanzpolitische Anregungen**

### **Die Geldpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften fächert sich weiter auf.**

Die US-Notenbank hat ihre mehrfach verschobene zweite Zinsanhebung am 14. Dezember 2016 vollzogen und seither angedeutet, dass sie ihre Politik in Bälde weiter straffen will. Hintergrund ist ein ausgeprägter Konjunkturoptimismus – wohl nicht zuletzt genährt durch die Erwartung einer stark expansiven Finanzpolitik –, der angesichts einer wohl allenfalls geringen Unterauslastung der bestehenden gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten, zu einem Anstieg der Inflationserwartungen geführt hat. An den Finanzmärkten haben zunehmende Inflationserwartungen und die Erwartung einer strafferen Geldpolitik die Renditen auf zehnjährige US-Staatsanleihen deutlich – von 1,8 auf 2,5 Prozent – steigen lassen. Bremsend auf Inflation und damit auch die Zinsen wirkt derzeit aber die Stärke des Dollar. Wir rechnen deshalb damit, dass die Notenbankzinsen weiter vorsichtig und insgesamt nur moderat angehoben werden, so dass die Untergrenze des Zielbandes für die Federal Funds Rate am Ende des kommenden Jahres bei 1,5 Prozent liegen wird. Der Anstieg der Leitzinsen ist damit nur wenig stärker als der von uns erwartete Anstieg der Inflation und der Realzins bleibt deutlich negativ, so dass die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten auch in den kommenden beiden Jahren nicht restriktiv wirken wird. Anders als in den Vereinigten Staaten dürfte die Inflation in Japan und im Euroraum bis auf weiteres noch deutlich unter dem jeweiligen Ziel der Notenbank liegen, wenn man von den temporären Effekten der Ölpreisentwicklung auf die Inflationsrate absieht. Vor dem Hintergrund einer weiter nur moderaten konjunkturellen Expansion rechnen wir für diese Regionen nicht mit Zinserhöhungen im Prognosezeitraum. Die bisherige Kommunikation der EZB lässt auch nicht erwarten, dass das Aufkaufprogramm für Anleihen rascher zurückgeschnitten oder früher beendet wird, als bisher geplant, obwohl sich die Anzeichen für eine Beschleunigung auch des binnenwirtschaftlichen Preisauftriebs mehreren, die Umsetzung des Programms mehr und mehr an technische Grenzen stößt, und die Stabilitätsrisiken für die mittlere Frist mit zu-

nehmender Dauer des geldpolitischen Ausnahmezustandes zunehmen ([Fiedler et al. 2017](#)).

### **Die Finanzpolitik wirkt zunehmend expansiv.**

In den Jahren nach der Finanzkrise war die Finanzpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften überwiegend darauf ausgerichtet gewesen, die stark gestiegenen Budgetdefizite zu reduzieren, sei es passiv durch das Auslaufenlassen von konjunkturstimulierenden Maßnahmen wie etwa in den Vereinigten Staaten, sei es aktiv durch Einschnitte bei den Ausgaben und Steuererhöhungen wie in einigen Ländern des Euroraums. Diese Konsolidierungsphase ist offenbar vorerst beendet, obwohl die Staatsschulden in Relation zum Bruttoinlandsprodukt in den meisten Ländern kaum zurückgegangen sind. Sinkende Defizite waren zuletzt nahezu überall lediglich das Resultat konjunktureller Mehreinnahmen und Minderausgaben oder von Ausgabenentlastungen durch die gesunkenen Zinsen auf Staatsanleihen. Bereits im vergangenen Jahr dürfte die Finanzpolitik expansiv ausgerichtet gewesen sein. Im Euroraum ließ eine weniger restriktive Auslegung der Fiskalregeln durch die Kommission den Regierungen mehr Spielraum, notwendige Konsolidierungsmaßnahmen zeitlich zu strecken. Für dieses und das nächste Jahr erscheint eine weitere Lockerung der Finanzpolitik wahrscheinlich. Denn unter dem Eindruck politischer Instabilitäten und einer wachsenden Bedrohung europäischer Institutionen besteht angesichts vielfältiger Ansprüche an den Staat wohl eine Neigung, die fiskalischen Regeln aufzuweichen. Die britische Regierung hat sich von ihren ehrgeizigen Konsolidierungszielen verabschiedet und wird ebenfalls einen expansiveren fiskalpolitischen Kurs einschlagen. In Japan hat die Regierung zunächst die für 2017 vorgesehene Mehrwertsteuererhöhung von 8 auf 10 Prozent ein weiteres Mal – um wenigstens zwei Jahre – verschoben und dann ein großes Konjunkturprogramm angekündigt, um die Wirtschaft anzuregen.

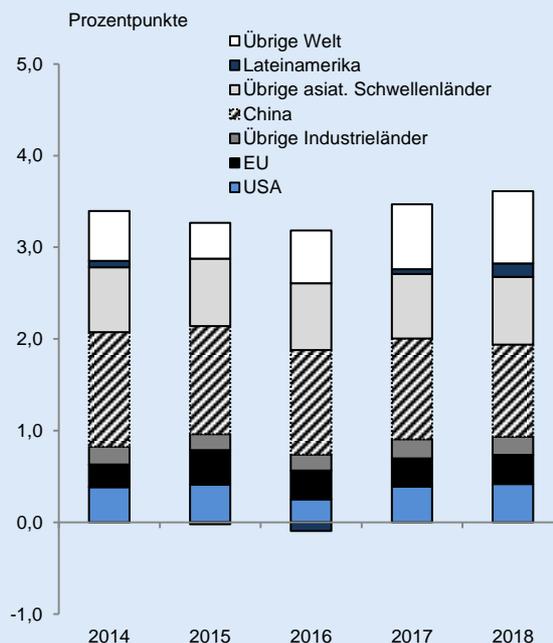
## **Ausblick: Weltkonjunktur zieht an – Risiken bleiben groß**

**Der Anstieg der Weltproduktion wird sich nach und nach verstärken, wenngleich die Dynamik auch in den kommenden beiden**

**Jahren moderat bleiben wird.** Nach lediglich 3,1 Prozent im vergangenen Jahr wird sich die Zuwachsrates des globalen Bruttoinlandsprodukts, gerechnet auf Basis von Kaufkraftparitäten, in den Jahren 2017 und 2018 auf 3,5 bzw. 3,6 Prozent erhöhen. Gewichtet auf der Basis von Marktwechsellkursen werden die Zuwachsrates etwa einen dreiviertel Prozentpunkt darunter liegen (Tabelle 2). Während die Beschleunigung im laufenden Jahr zu etwa gleichen Teilen auf die konjunkturelle Entwicklung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und in den Schwellenländern zurückzuführen ist, steigt der Expansionsbeitrag im kommenden Jahr voraussichtlich nur in den Schwellenländern nennenswert an (Abbildung 12). Der Welthandel wird im laufenden Jahr mit rund 3 Prozent voraussichtlich merklich schneller zunehmen als im vergangenen Jahr (1,8 Prozent). Für 2018 erwarten wir eine Expansion in derselben Größenordnung.

**In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften gewinnt die Konjunktur an Fahrt.** Dies gilt vor allem für die Vereinigten Staaten, wo neben dem privaten Konsum auch die privaten Investitionen wieder deutlich zunehmen werden und – auch getrieben von finanzpolitischen Impulsen – das Bruttoinlandsprodukt in diesem und

**Abbildung 12:**  
Expansionsbeiträge verschiedener Länder und Regionen zum Zuwachs des globalen Bruttoinlandsprodukts 2014–2018



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

Quelle: IWF, *World Economic Outlook Database*; OECD, *Main Economic Indicators*; Eurostat, *VGR*; 2016–2018: Prognose des IfW.

**Tabelle 2:**  
Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2016–2018

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018
Weltwirtschaft	100,00	3,1	3,5	3,6	3,0	3,2	3,4
Fortgeschrittene Länder	43,7	1,7	2,1	2,1	0,7	1,8	1,9
China	17,1	6,7	6,4	5,9	2,0	2,2	2,2
Lateinamerika	7,4	-1,3	0,7	2,0	8,4	6,6	5,6
Indien	7,0	7,1	6,8	7,2	5,3	4,0	5,0
Ostasiatische Schwellenländer	4,9	4,8	4,7	4,9	3,0	3,3	3,8
Russland	3,3	-0,2	1,1	1,5	7,0	4,8	5,0
<i>Nachrichtlich:</i>							
Welthandelsvolumen		1,8	3,0	3,0			
Weltwirtschaft (gewichtet gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2015 in US-Dollar)		2,4	2,8	3,0	2,4	2,8	3,0

Prozent. Gewicht: gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2015 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 2016–2018**

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Europäische Union	37,2	1,8	1,9	1,8	0,3	1,7	1,6	8,6	8,0	7,6
Euroraum	26,9	1,7	1,8	1,7	0,2	1,5	1,4	10,1	9,3	8,7
Vereinigtes Königreich	6,0	1,8	1,8	1,5	0,7	2,7	2,5	4,8	4,8	4,8
Schweden	1,1	3,1	2,2	2,0	1,0	1,6	1,5	7,0	6,7	6,6
Polen	1,1	2,8	3,4	2,7	-0,7	1,5	1,3	6,2	5,2	4,9
Schweiz	1,5	1,5	1,6	1,7	-0,4	0,5	0,5	4,6	4,6	4,5
Norwegen	0,9	1,0	1,5	1,6	3,5	2,3	2,1	4,8	4,7	4,6
Vereinigte Staaten	41,1	1,6	2,5	2,7	1,3	2,5	2,8	4,9	4,8	4,6
Kanada	3,6	1,5	1,9	2,1	1,3	1,9	2,0	7,1	6,9	
Japan	9,5	1,0	1,3	1,0	-0,1	0,6	0,6	3,1	3,0	2,9
Südkorea	3,2	2,7	3,0	2,8	1,0	1,9	1,5	3,8	3,7	3,7
Australien	3,1	2,3	2,5	2,5	1,3	2,2	2,0	5,7	5,6	5,6
Aufgeführte Länder	100,0	1,7	2,2	2,2	0,8	2,0	2,1	6,3	6,0	5,5

Prozent. Gewicht gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2015 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 2015.

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

im nächsten Jahr um 2,5 bzw. 2,7 Prozent steigen dürfte, nach 1,6 Prozent im vergangenen Jahr. Angeregt von einer wechselkursbedingt verbesserten preislichen Wettbewerbsfähigkeit und dank eines besseren außenwirtschaftlichen Umfeldes dürfte im Jahr 2017 wohl auch die japanische Wirtschaft mit 1,3 Prozent rascher zulegen als zuletzt (1 Prozent), diese Beschleunigung wird aber wohl ein Strohfeuer bleiben; für 2018 ist bereits mit einer wieder geringeren Zuwachsrate zu rechnen. In der Europäischen Union wird die Konjunktur durch die negativen Auswirkungen politischer Unsicherheit gebremst, das Bruttoinlandsprodukt wird voraussichtlich mit einem kaum veränderten Tempo von 1,9 Prozent (2017) bzw. 1,8 Prozent (2018) expandieren. Insgesamt dürfte sich der Anstieg der Produktion in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften von 1,7 Prozent im Jahr 2016 auf 2,2 Prozent in diesem und im nächsten Jahr beschleunigen (Tabelle 3).<sup>4</sup>

<sup>4</sup> 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 jeweils 2,1 Prozent geringfügig niedriger.

**Die wirtschaftliche Expansion in den Schwellenländern verstärkt sich allmählich, strukturelle Probleme bleiben jedoch bestehen.** Im Prognosezeitraum dürfte die Konjunktur in den Schwellenländern insgesamt allmählich weiter an Schwung gewinnen. In China haben die bisherigen geld- und fiskalpolitischen Anregungen allerdings zu einer weiteren deutlichen Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Verschuldung geführt, so dass die finanzielle Stabilität zunehmend gefährdet scheint. Auch trägt die Politik klassischer Konjunkturprogramme nicht zu dem gewünschten Strukturwandel hin zu einer finanziell und ökologisch nachhaltigeren Wirtschaftsweise bei, die verwendungsseitig stärker vom privaten Konsum getragen ist. Kurzfristig dürfte die Regierung aber die Expansion der gesamtwirtschaftlichen Produktion auf einem Niveau oberhalb von 6 Prozent halten. Auch für das Jahr 2018 gehen wir von einer Zuwachsrate aus, die nur wenig darunter liegt. In Lateinamerika haben sich die konjunkturellen Aussichten mit der spürbaren Erholung der Rohstoffpreise aufgehellt. So dürfte sich im Verlauf dieses Jahres auch Brasilien aus der Rezession lösen. Da die Inflation inzwischen deutlich gesunken ist, besteht nun auch Spielraum für eine spürbare Lockerung der derzeit

immer noch sehr restriktiven Geldpolitik. Für Russland erwarten wir zwar eine Festigung der Erholungstendenzen. Ein nachhaltiger kräftiger Aufschwung ist angesichts ungünstiger institutioneller Rahmenbedingungen allerdings nicht in Sicht.

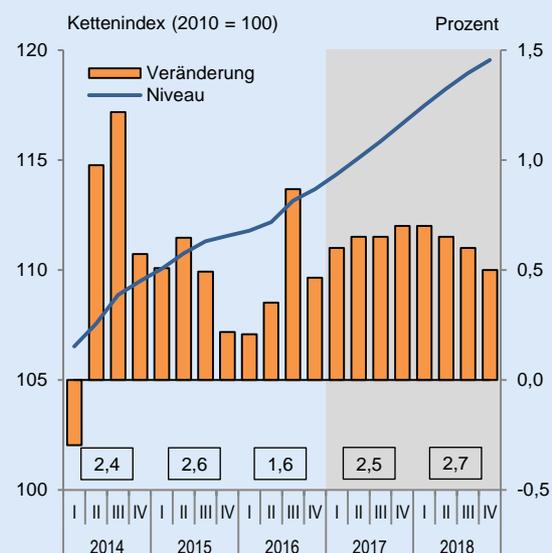
**Die Risiken für die Prognose sind vielfältig.** Zumeist implizieren sie eine schwächere Entwicklung der Weltkonjunktur, es gibt aber auch Aufwärtsrisiken. So könnte die US-Wirtschaft stärker als erwartet expandieren, wenn der finanzpolitische Impuls größer ausfällt als unterstellt oder der Abbau von Regulierungen eine stärkere Dynamik freisetzt als wir erwarten. Davon könnte auch die übrige Welt profitieren, insbesondere wenn die neue Regierung davon absieht, in großem Umfang protektionistische Maßnahmen zu ergreifen. In einer zunehmenden Abkehr vom Freihandel liegt gleichzeitig ein großes Risiko für die Weltkonjunktur. So überstieg zuletzt die Zahl neuer handelsbeschränkender Maßnahmen die Zahl neuer handels erleichternder Bestimmung in zunehmendem Maße (WTO 2016). In mehreren großen Ländern Europas stehen Wahlen an, die angesichts starker systemkritischer Kandidaten die Abschätzung zukünftiger politischer Entwicklungen erschweren und im Ergebnis das Niveau politischer Unsicherheit in Europa weiter erhöhen könnte. Nach wie vor ist zudem unklar, auf welche Weise der Austritt des Vereinigten Königreichs die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in Europa verändern wird. Auch besteht das Risiko, dass sich aus Entwicklungen an den Finanzmärkten Belastungen für die Konjunktur ergeben, etwa im Zusammenhang mit Zinsanhebungen in den Vereinigten Staaten oder als Folge einer weiteren Aufwertung des US-Dollar. Mehr und mehr werden zudem die negativen Nebenwirkungen der extrem niedrigen Zinsen mit steigenden Risiken für die Stabilität des Finanzsektors deutlich (OECD 2016: 34–43). In der Prognose wird unterstellt, dass spürbare Anspannungen an den Finanzmärkten ausbleiben, zeitlich eng begrenzt sind oder sich auf einzelne Länder beschränken. Risiken bestehen hier nicht zuletzt auch für einige Schwellenländer, in denen die Verschuldung von Unternehmen und Haushalten in den vergangenen Jahren stark gestiegen ist.

## Die Prognose im Einzelnen

### USA: Konjunktur festigt sich, wirtschaftspolitische Unsicherheit gestiegen

**Nach einem schwachen ersten Halbjahr gewann die US-Konjunktur in den vergangenen beiden Quartalen merklich an Fahrt.** Stieg das Bruttoinlandsprodukt im ersten Halbjahr lediglich um annualisiert 1 Prozent, expandierte die gesamtwirtschaftliche Produktion im dritten und vierten Quartal mit mehr Schwung (Abbildung 13). Der Verlauf wurde dabei erheblich von Sonderentwicklungen beeinflusst: So dämpften in der ersten Jahreshälfte vor allem die Vorratsveränderungen den Anstieg des Bruttoinlandsprodukts, während der hohe Zuwachs der Produktion im dritten Quartal auf außergewöhnlich starke Ausfuhren zurückzuführen war, die im Folgequartal wieder nachgaben. Jahresdurchschnittlich ergab sich damit insgesamt eine merkliche Verlangsamung des Anstiegs der gesamtwirtschaftlichen Produktion

**Abbildung 13:**  
Bruttoinlandsprodukt in den Vereinigten Staaten 2014–2018



Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal (rechte Skala). Gerahmt: Jahresdaten, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent.

Quelle: Bureau of Economic Analysis, *National Income and Product Accounts*; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

(1,6 Prozent nach 2,6 Prozent im Jahr 2015). Vom privaten Verbrauch gingen auf das Gesamtjahr gerechnet weiterhin signifikante Expansionsbeiträge aus, während die Unternehmensinvestitionen im Jahresvergleich leicht rückläufig waren. Im vierten Quartal deutete sich allerdings eine Kehrtwende an: die Ausrüstungsinvestitionen, mit einem Anteil von knapp 50 Prozent die größte Teilkomponente, wiesen zum Jahresende nach vier Quartalen erstmals wieder eine positive Zuwachsrate aus. Auch die Einfuhren, die angesichts der verwendungsseitigen Zusammensetzung der Produktion zuletzt zur Schwäche geneigt hatten, zogen im vierten Quartal merklich an.

**Im laufenden Quartal deuten Monatsindikatoren auf eine anhaltend hohe Expansionsdynamik.** Der ISM-Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe stieg erneut kräftig und zählte im Februar 57,7 Punkte – dies entspricht dem höchsten Stand seit über zwei Jahren. Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe legte ebenfalls zu; im Januar war ein Anstieg von 0,2 Prozent gegenüber dem Vormonat zu verzeichnen.<sup>5</sup> Schwach zeigte sich im Januar hingegen der private Verbrauch, der sogar leicht schrumpfte. Diese Entwicklung überrascht angesichts steigender Einzelhandelsumsätze im Januar sowie einer anhaltend guten Stimmung bei den Verbrauchern – der vom Conference Board berechnete Indikator kletterte im Februar erstmals wieder über sein Vorkrisenniveau. Auf der Basis von Kurzfristprognosemodellen rechnen wir alles in allem mit einem Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion von 0,6 Prozent gegenüber dem Vorquartal.

**Der Arbeitsmarkt befindet sich in robuster Verfassung.** Zu Jahresbeginn setzte sich der Beschäftigungsaufbau fort: im Januar wurden reichlich 227 000 neue Stellen geschaffen, was allerdings teilweise auf günstige Witterungs-

effekte zurückzuführen sein dürfte.<sup>6</sup> Die Arbeitslosenquote nahm hingegen aufgrund einer leichten gestiegenen Partizipationsquote leicht zu (Abbildung 14). Nicht ins Bild passt hingegen die Lohndynamik, die sich zu Jahresbeginn verlangsamte: die durchschnittlichen Stundenlöhne lagen im Januar um 2,5 Prozent über ihrem Vorjahreswert; im Dezember hatte der entsprechende Wert noch 2,8 Prozent betragen. Die Grundtendenz des Lohnauftriebs weist seit Anfang des Jahres 2015 jedoch klar nach oben. Insgesamt befindet sich der Arbeitsmarkt damit in einer guten Verfassung, wenngleich die Arbeitslosenquote die Kapazitätsanspannung am Arbeitsmarkt etwas überzeichnen dürfte. So deuten beispielsweise die seit der globalen Finanzkrise stark gesunkene Partizipationsrate oder der Anstieg der unfreiwillig in Teilzeit Arbeitenden weiterhin auf eine gewisse Unterauslastung des Arbeitskräftepotenzials. Zum Teil lassen sich diese Entwicklungen jedoch auch durch strukturelle Faktoren erklären (Kasten 3).

**Abbildung 14:**  
Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten 2007–2017



Monatsdaten; saisonbereinigt.

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

<sup>5</sup> Die Produktion im Produzierenden Gewerbe sank im Vergleich zum Dezember 2016 um 0,3 Prozent, was an einem starken Rückgang im Bereich der Energieversorgung lag. Die Aktivität im Bergbau legte um reichlich 2,8 Prozent zu, was aber auch auf einen schwachen Vormonatswert zurückzuführen ist.

<sup>6</sup> Schätzungen zufolge wären bei im Januar üblichen Witterungsverhältnissen 35 000 Stellen weniger entstanden (Wright 2017).

**Kasten 3:**

**Zur Lage am US-amerikanischen Arbeitsmarkt**

Im Zuge der Großen Rezession stieg die Arbeitslosigkeit in den Vereinigten Staaten stark an: im Jahr 2007 waren etwas über 7 Mill. Menschen arbeitslos, zwei Jahre darauf hatte sich die Zahl auf über 14 Mill. in etwa verdoppelt. Die Arbeitslosenquote stieg bis zum November 2009 auf 10 Prozent. In den Folgejahren sank sie kontinuierlich und lag Mitte des Jahres 2015 bei 5 Prozent, was in etwa dem Vorkrisendurchschnitt entspricht. Seitdem schwankt die Arbeitslosenquote bei knapp unter 5 Prozent – in etwa dort, wo das Haushaltsbüro des US-Kongresses die natürliche Arbeitslosenquote verortet.

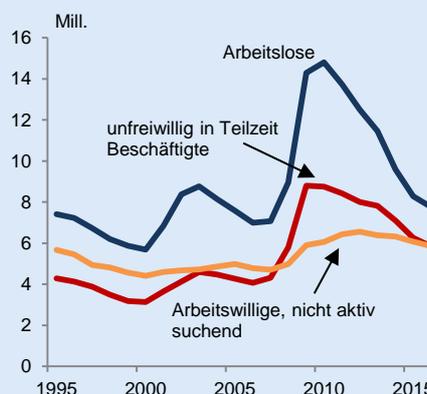
Demnach wäre die Kapazitätsauslastung der US-Wirtschaft derzeit normal. Drei Entwicklungen deuten jedoch auf die Möglichkeit hin, dass die Anspannung am Arbeitsmarkt von der Arbeitslosenquote überzeichnet wird: die nach wie vor hohe Anzahl der unfreiwillig in Teilzeit Beschäftigten, der Rückgang der Partizipationsquote sowie eine im Vergleich zu den Vorkrisenjahren unterdurchschnittliche Lohnentwicklung. So werden denn auch Bedenken über die Verfassung des Arbeitsmarkts von Mitgliedern des Offenmarktausschusses der Federal Reserve als Grund für die langsame Straffung der Geldpolitik angeführt (FOMC 2017). Darüber hinaus hat Präsident Trump die Schaffung Millionen neuer Jobs zu einem zentralen Ziel seiner Wirtschaftspolitik gemacht. Zur Abschätzung der künftigen Geldpolitik sowie den gesamtwirtschaftlichen Folgen einer expansiveren Fiskalpolitik ist ein Urteil über das Ausmaß der zyklischen Unterauslastung des Arbeitskräftepotenzials daher von zentraler Bedeutung.

**Erhöhte Anzahl von Entmutigten sowie unfreiwillig in Teilzeit Beschäftigten**

So zeigt sich beispielsweise bei den Beschäftigten, die aus wirtschaftlichen Gründen in Teil- statt Vollzeit arbeiten, sprich unfreiwillig weniger Stunden arbeiten als gewünscht, von der Tendenz her ein ähnlicher Verlauf wie bei der Arbeitslosigkeit (Abbildung K3-1). Allerdings fiel die Erholung in den Nachkrisenjahren schwächer aus, so dass im Jahr 2016 immer noch 6 Mill. Menschen in Teilzeit arbeiteten, obwohl sie gerne eine Vollzeitstelle hätten; 2007 lag der entsprechende Wert noch bei etwas über 4 Millionen. Es gibt jedoch Hinweise, dass für diese Entwicklung auch strukturelle Faktoren ursächlich sind: Valetta und van der List (2015) stellen anhand einer Analyse auf Bundesstaatenebene fest, dass nur etwa zwei Drittel des Anstiegs der unfreiwilligen Teilzeitbeschäftigung im Zeitraum 2006-2013 durch zyklische Faktoren – gemessen an der Arbeitslosenquote – verantwortlich sind. Den Rest schreiben sie strukturellen Faktoren zu, wie beispielsweise hohen Beschäftigungsanteilen von Wirtschaftsbereichen, in denen Teilzeitarbeit häufiger vorkommt (Einzelhandel, Gastgewerbe).<sup>a</sup> Cajner et al. (2016) betonen ebenfalls, dass im Dienstleistungssektor unfreiwillige Teilzeitarbeit deutlich häufiger vorkommt als in güterverarbeitenden Wirtschaftsbereichen. Angesichts der Konzentration des Beschäftigungsaufbaus seit der Großen Rezession im Dienstleistungssektor ist ein Anstieg der unfreiwilligen Teilzeitarbeit zum Teil dadurch zu erklären.<sup>b</sup>

Ferner ist im Zuge der Finanzkrise die Anzahl der Arbeitswilligen, aber nicht aktiv nach Arbeit Suchenden, ebenfalls gestiegen, wenngleich in deutlich geringerem Ausmaß. Die US-Arbeitsmarktstatistik unterscheidet dabei zwei Gruppen, je nach dem, wann zuletzt aktiv nach Arbeit gesucht wurde – im vergangenen Jahr oder bereits länger nicht mehr. Für die erste Gruppe – die sogenannten „marginally attached“ – weist das BLS auch die Gründe hierfür aus: von insgesamt 1,8 Mill. Personen zählten im vergangenen Jahr 553 000 zu den Entmutigten, die sich wegen schlechter Beschäftigungsaussichten vom Arbeitsmarkt abgewendet haben. Zum Vergleich: auf dem Höchststand im Jahr 2010 waren es noch 1,2 Millionen gewesen. Die zweite Gruppe – jene, die zwar prinzipiell eine Arbeitsstelle möchten, allerdings seit mehr als einem Jahr nicht mehr nach einer gesucht haben – ist wesentlich größer (2016: 3,4 Millionen). Hier erfasst das BLS jedoch nicht die genauen Gründe für das Fernbleiben vom Arbeitsmarkt. Unterstellt man, dass wie bei der ersten Gruppe etwa ebenfalls ein Drittel wegen schlechter Beschäftigungsaussichten nicht mehr nach einem Job sucht, ergäbe dies folglich etwas mehr als 1 Mill. „langfristig Entmutigte“.

**Abbildung K3-1:**  
**USA: Arbeitsmarkt 1995–2016**



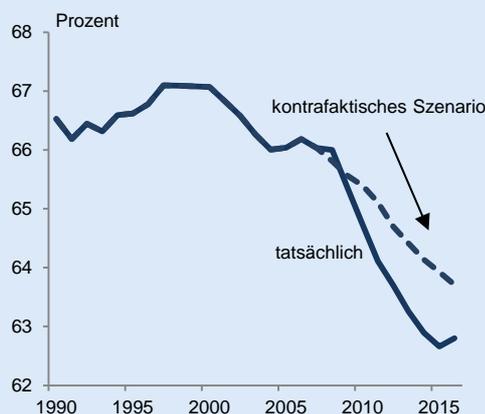
Jahresdaten.

Quelle: Bureau of Labor Statistics, *Current Population Survey*.

**Partizipationsquote vor allem aus demografischen Gründen gesunken**

Der Anstieg derjenigen, die zwar arbeiten wollen, jedoch nicht mehr aktiv nach einer Stelle suchen und folglich auch nicht dem Erwerbspersonenpotenzial (und damit den Arbeitslosen) zugerechnet werden, spiegelt sich in einer sinkenden Partizipationsquote wider. Tatsächlich ist diese von 66 Prozent im Jahr 2007 auf 62,8 Prozent im Jahr 2016 gesunken. Es ist jedoch nicht davon auszugehen, dass die komplette Differenz – ca. 7,5 Mill. Personen – ebenfalls den Entmutigten zuzuschreiben wäre und dass bei besserer konjunktureller Lage die Partizipationsquote wieder ihr Vorkrisenniveau erreichen könnte. So weist die Partizipationsquote bereits seit der Jahrtausendwende infolge der demografischen Entwicklung eine fallende Tendenz auf. In den Jahren nach 2008 dürfte dieser Trend sich sogar verstärkt haben, da die geburtenstarken Jahrgänge der „baby boomers“ aus dem Arbeitsmarkt ausschieden. Entscheidend für die Beurteilung des Rückgangs der Partizipationsquote ist demnach eine Unterscheidung zwischen struktureller und konjunktureller Ursachen. Wir berechnen dazu ein einfaches kontrafaktisches Szenario. Dazu schreiben wir auf Basis von Jahresdaten des BLS zur Bevölkerung und Partizipation nach 13 Altersgruppen (16–19-Jährige, 20–24-Jährige, ..., 70–74-Jährige, Über-75-Jährige) die Partizipationsquoten der einzelnen Gruppen in den Jahren nach der Krise mit dem entsprechenden Wert des Jahres 2007 fort: ein Absinken der Partizipationsquoten aufgrund der konjunkturellen Entwicklung in den Krisenjahren und danach, wie es beispielsweise im Falle von Entmutigung angesichts sinkender Beschäftigungsaussichten der Fall wäre, wird somit ausgeschlossen und auf diese Weise berechnete Rückgänge der durchschnittlichen Partizipationsquote sind einzig auf eine veränderte demografische Zusammensetzung der Bevölkerung zurückzuführen. Auf Basis dieser Simulation zeigt sich, dass knapp zwei Drittel des Rückgangs der Gesamtpartizipationsquote seit 2008 demografiebedingt (Abbildung K3-2). Die Differenz zwischen tatsächlicher und kontrafaktischer Entwicklung beträgt am aktuellen Rand etwas mehr als 2 Mill. Personen.

**Abbildung K3-2:**  
**USA: Partizipationsquote 1990–2016**



Jahresdaten. Kontrafaktisches Szenario: konstante Fortschreibung der Partizipationsquote aller 13 Alterskohorten mit dem entsprechenden Wert des Jahres 2007.

Quelle: Bureau of Labor Statistics; eigene Berechnungen.

**Nominale Lohndynamik nach wie vor unterdurchschnittlich, Reallohnexpansion wieder in etwa auf Vorkrisenniveau**

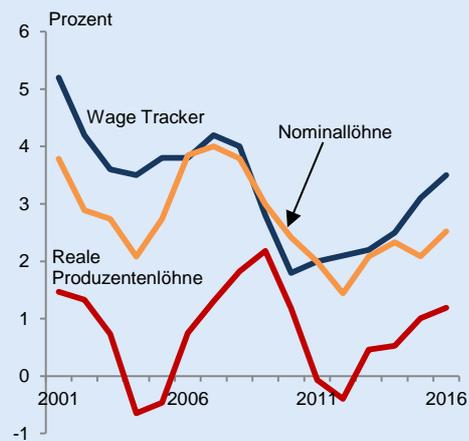
Ein weiterer Aspekt des Arbeitsmarkts, der zur Begutachtung der Kapazitätsanspannung herangezogen werden kann, ist die Entwicklung der Lohndynamik. Nach mehreren Jahren rückläufiger Lohnzuwächse zeichnet sich seit dem Jahr 2012 ein Aufwärtstrend bei den Nominallöhnen ab (Abbildung K3-3); die Lohnsteigerungen liegen jedoch noch deutlich unter den Gehaltzuwächsen, die vor der Globalen Finanzkrise verzeichnet wurden. Daly et al. (2016) argumentieren, dass die Komposition der Beschäftigten eine Rolle für das niedrige Lohnwachstum spielen könnte: so würden vermehrt überdurchschnittlich verdienende „baby boomer“ den Arbeitsmarkt verlassen, der Beschäftigungsaufbau hingegen überwiegend im Niedriglohnbereich stattfindet, was den Durchschnitt drückt. Für dieses Argument spricht die Tatsache, dass der von der Atlanta Fed berechnete „Wage Tracker“, der per Konstruktion weniger anfällig für Veränderungen der Beschäftigungskomposition ist, seit Anfang 2014 eine deutlich dynamischere Lohnentwicklung signalisiert, die sich in etwa wieder auf dem Vorkrisenniveau befindet.<sup>c</sup> Eine ähnliche Entwicklung zeigt sich auch bei der Betrachtung der realen Produzentenlöhne, sprich den mit dem Deflator der gesamtwirtschaftlichen Produktion deflationierten Nominallöhnen, die für die Bestimmung der Arbeitsnachfrage der Unternehmen maßgeblich sein dürften.

**Fazit**

Alles in allem spricht somit einiges dafür, dass die Arbeitslosenquote den Auslastungsgrad jedoch tendenziell überschätzt. Das genaue Ausmaß der Unterbeschäftigung lässt sich freilich nur schwer abschätzen, da neben zyklischen auch strukturelle Faktoren eine erhebliche Rolle beim Rückgang der Partizipationsquote oder dem Anstieg der unfreiwilligen Teilzeitarbeit gespielt haben. Solange der jüngste Anstieg der Partizipationsquote andauert, ist es zwar möglich, dass trotz der guten konjunkturellen Lage die Arbeitslosenquote weiterhin bei knapp unter 5 Prozent verharrt. Dieser Entwicklung sind jedoch Grenzen gesetzt, da wie oben dargelegt vor allem demografische Faktoren Abwärtsdruck auf die Partizipationsquote ausüben. Bei einem ähnlich hohen Beschäftigungsaufbau wie in den vergangenen beiden Jahren dürfte es demnach in den kommenden Jahren zu Engpässen am Arbeitsmarkt kommen. Bidder et al. (2016) schätzen, dass selbst bei einem Anstieg der Partizipationsquote der „prime age population“, also der 24–55-Jährigen, um insgesamt drei Prozentpunkte über die nächsten zehn Jahre, das Trendbeschäftigungswachstum bei knapp unter 100 000 Stellen je Monat läge. Daraus folgt, dass einer deutlich expansiveren Wirtschaftspolitik wie von Präsident Trump anvisiert mit dem expliziten Ziel die Beschäftigung zu steigern – sei dies durch höhere Infrastrukturausgaben oder Steuersenkungen – von der Angebotsseite deutliche Grenzen gesetzt sind und steigende Preise und Löhne den Nachfrageimpuls dämpfen dürften. Dies gilt umso mehr, als die US-amerikanische Regierung bemüht ist, vermehrt illegale Immigranten auszuweisen sowie die legale Einwanderung einzuschränken, womit das Arbeitsangebot zusätzlich verknappt wird.

<sup>a</sup>Eine weitere Rolle spielen der Analyse zufolge das Steuersystem, Mindestlohngesetzgebung sowie die sinkende Arbeitsmarktbeteiligung jüngerer Menschen, was zu einem Rückgang des Angebots von freiwilliger Teilzeitarbeit geführt haben dürfte. — <sup>b</sup>Für eine vollständige Analyse des Arbeitskräftepotentials und der Auslastung des Arbeitsmarkts müsste freilich auch die Überbeschäftigung, also jene die eine Vollzeitstelle haben, aber gerne weniger arbeiten würden, berücksichtigt werden. — <sup>c</sup>Anders als die vom BLS berechneten durchschnittlichen Stundenlöhne vergleicht der „Wage Tracker“ die Lohnentwicklung einzelner Personen über einen 12-monatigen Zeitraum und berechnet hieraus die Medianveränderungen der Löhne. Dies führt dazu, dass nur kontinuierlich beschäftigte Arbeitnehmer in der Stichprobe berücksichtigt werden und daher ältere und gut ausgebildete Beschäftigte überrepräsentiert werden. Für Details zur Zeitreihe und Methodik siehe: <https://frbatlanta.org/chcs/wage-growth-tracker/?panel=1>.

**Abbildung K3-3: USA: Lohnentwicklung 2001–2016**



Jahresdaten. Veränderung gegenüber dem Vorjahr. Nominallöhne: durchschnittliche Stundenlöhne im Privatsektor (ohne Landwirtschaft). Reale Produzentenlöhne: Nominallöhne deflationiert mit dem Deflator des Bruttoinlandsprodukts.

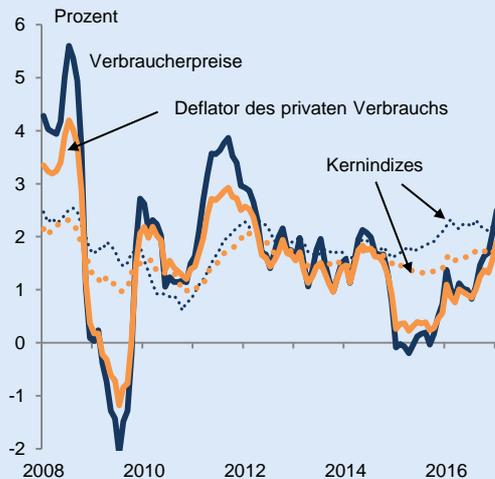
Quelle: Bureau of Labor Statistics; Bureau of Economic Analysis; Federal Reserve Atlanta; eigene Berechnungen.

**Angesichts gestiegener Rohstoffpreise beschleunigt sich die Inflation.** So stieg der Preisauftrieb gemessen an den Verbraucherpreisen in den vergangenen Monaten kräftig an: Im Juli lag die Teuerungsrate noch bei 0,9 Prozent, im Januar erreichte sie bereits 2,5 Prozent (Abbildung 15). Die Kernrate blieb hingegen nahezu verändert bei 2,3 Prozent (Dezember 2016: 2,2 Prozent). Eine ähnliche Tendenz lässt sich beim Deflator des privaten Verbrauchs, anhand dessen das Inflationsziel der Federal Reserve definiert ist, ausmachen: im Januar lag der Gesamtindex um 1,9 Prozent

über seinem Vorjahreswert (Juli: 0,9 Prozent); klammert man die Energie und Nahrungsmittelpreise aus, betrug die Teuerungsrate unverändert 1,7 Prozent.

**Über den wirtschaftspolitischen Kurs der Trump-Administration herrscht weiterhin Unsicherheit.** Im Einklang mit Ankündigungen im Wahlkampf zeichnet sich eine Wende hin zu wirtschaftlicher Abschottung und merkantilistischen Tendenzen ab: so hat Präsident Trump bereits Amerikas Beitritt zur Trans Pacific Partnership zurückgenommen und angekündigt, die

**Abbildung 15:**  
Verbraucherpreisanstieg in den Vereinigten Staaten  
2008–2016



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

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

Verträge zur North American Free Trade Association mit Kanada und Mexiko neu verhandeln zu wollen. Inwiefern weitere Schritte folgen werden, die die globale Handelsordnung in Frage stellen, ist unklar. Gegen eine Abschottung gegenüber dem europäischen Binnenmarkt spricht das ausgeprägte Engagement US-amerikanischer Firmen in der Form von Direktinvestitionen (vgl. Kasten 2). Des Weiteren ist eine Reform der Unternehmenssteuer geplant, mit potenziell gravierenden Auswirkungen auf die Unternehmensfinanzierung, die Investitionstätigkeit sowie den Außenhandel und Wechselkurs. Die genaue Ausgestaltung der Reform ist jedoch noch offen. Angesichts dieser Unsicherheit unterstellen wir in unserer Prognose zum jetzigen Zeitpunkt lediglich, dass es im weiteren Verlauf zu einer erheblichen Ausweitung des Budgetdefizits des Bundes kommt – 2018 dürfte es 4,0 Prozent betragen – aufgrund steigender Militär- und Infrastrukturausgaben. Freilich gilt auch hier, dass der genaue Umfang und die zeitliche Abfolge großer Unsicherheit unterliegen und zu Prognoseanpassungen führen könnten, sobald mehr Klarheit herrscht.

**Die Geldpolitik dürfte im Prognosezeitraum allmählich weniger expansiv ausgerichtet sein werden.** Bereits Ende 2015 hatte die

Zentralbank die geldpolitische Straffung eingeleitet. Auf weitere Zinserhöhungen verzichtete die Fed jedoch zunächst angesichts von Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten zu Beginn des vergangenen Jahres sowie der Verlangsamung der heimischen Konjunktur. Nach einer Anhebung des Leitzinses Ende Dezember 2016, ließ der Offenmarktausschuss das Zielband der Federal Funds Rate bei seiner Sitzung im Januar unverändert bei 0,5-0,75 Prozent. Dem Sitzungsprotokoll war zu entnehmen, dass es „recht bald“ zu weiteren Zinsschritten kommen könnte, falls sich die Arbeitsmarktbedingungen und der Preisauftrieb im Einklang mit den Erwartungen entwickeln (FOMC 2017). Allerdings betonten die meisten Mitglieder des Offenmarktausschusses auch die gestiegene Unsicherheit bezüglich der zukünftigen Ausrichtung der Wirtschaftspolitik und der schwer abzuschätzenden Auswirkungen auf Realwirtschaft und Inflation. Nach Meinung einiger Teilnehmer dürfe dies jedoch nicht zu einer Verzögerung der geldpolitischen Straffung führen. Unsere Prognose unterstellt – im Einklang mit den Markterwartungen – für die kommenden beiden Jahre jeweils zwei Zinsschritte, so dass gegen Ende des Prognosezeitraums die Federal Funds Rate immer noch unter 2 Prozent liegen wird. Insgesamt dürfte die Geldpolitik damit weiterhin expansiv ausgerichtet sein.

**Die Konjunktur in den Vereinigten Staaten dürfte in den kommenden beiden Jahren kräftig zulegen.** Gestützt von wachsender Beschäftigung, günstigen Finanzierungsbedingungen und zunehmend steigenden Löhnen wird der private Verbrauch weiter kräftig expandieren. Auch der Wohnungsbau dürfte noch von einer expansiven Geldpolitik profitieren. Darüber hinaus scheint die Schwächephase der Unternehmensinvestitionen überwunden, und die Investitionstätigkeit wird im Prognosezeitraum bei steigender Kapazitätsauslastung und einem besseren Geschäftsklima im Verarbeitenden Gewerbe merklich zunehmen. Die Unsicherheit bezüglich einer Reform der Unternehmenssteuer könnte die Investitionstätigkeit kurzfristig dämpfen. So befinden sich Maße für die politische Unsicherheit weiterhin auf erhöhtem Niveau, allerdings sind sie seit der Präsidentschaftswahl auch wieder leicht gesunken.

Eine erfolgreich umgesetzte Unternehmenssteuerreform birgt zudem das Potenzial, zusätzliche Unternehmensinvestitionen anzuregen. Des Weiteren unterstellen wir eine deutliche Zunahme der Staatsausgaben. Angesichts der robusten Konjunktur wird sich die Importnachfrage in den kommenden Jahren merklich beleben; die Ausfuhren dürften nach zwei schwachen Jahren angesichts einer stärkeren Weltkonjunktur wieder etwas schneller zulegen, ein starker US-Dollar dämpft den Anstieg. In der Folge dürfte der Außenbeitrag im Prognosezeitraum weiter sinken. Insgesamt erwarten wir für das laufende Jahr einen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts von 2,5 Prozent; im Jahr 2017 dürfte sich das Expansionstempo dann auf 2,7 Prozent beschleunigen (Tabelle 4). Angesichts eines Potenzialwachstums von unter zwei Prozent wird sich damit die Produktionslücke, die derzeit wohl leicht positiv ist, im Prognosezeitraum weiter öffnen und der Preisauftrieb merklich beschleunigen: Wir rechnen mit einer Zunahme der Verbraucherpreise um 2,5 bzw. 2,8 Prozent im laufenden und dem

kommenden Jahr. Im Windschatten der guten Konjunktur wird auch der Beschäftigungsaufbau andauern und die Arbeitslosigkeit weiter sinken. In diesem Jahr wird die Arbeitslosenquote mit 4,8 Prozent nur geringfügig unter ihrem Vorjahresdurchschnitt liegen, da wir davon ausgehen, dass der jüngst beobachtete Anstieg der Partizipationsquote vorerst andauern wird. 2018 rechnen wir dann mit einem Wert von 4,6 Prozent – etwas unter gängigen Schätzungen der natürlichen Arbeitslosenquote. Nachdem sich das Leistungsbilanzdefizit im Jahr 2016 im Zuge nochmals gesunkener Importpreise leicht verringerte, dürfte es im Prognosezeitraum wieder zunehmen und nach 2,4 Prozent im vergangenen Jahr auf 2,7 Prozent im laufenden Jahr steigen; 2018 rechnen wir dann mit einem Defizit von 3,0 Prozent im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung.

### Weiter moderate Expansion in Japan

Infolge einer großen Revision der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen stellt sich das Konjunkturbild für die vergangenen Jahre nun etwas günstiger dar. Mit der Veröffentlichung des Bruttoinlandsprodukts für das vierte Quartal 2016 wurden die VGR in Japan auf die aktuelle international abgestimmte Methodik (SNA2008) umgestellt.<sup>7</sup> Die Rückrechnung erfolgte zunächst bis zum Jahr 1994. die bedeutsamste Änderung betrifft die Behandlung der Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen, die nunmehr als Investitionen statt als Vorleistungen erfasst werden und mithin das Niveau der Investitionen erhöhen. Anders als in den meisten anderen Ländern – etwa in Deutschland – führte dies aber nicht dazu, dass sich auch das Niveau des Bruttoinlandsprodukts erhöhte. Vielmehr wird für Japan nunmehr ein um 3 Prozent niedrigeres Niveau der gesamtwirtschaftlichen Produktion angegeben, da sich infolge der Revision das Volumen der übrigen Verwendungskomponenten, etwa des privaten Konsums, niedriger darstellt (Abbil-

**Tabelle 4:**  
Eckdaten zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2015–2018

	2015	2016	2017	2018
Bruttoinlandsprodukt	2,6	1,6	2,5	2,7
Inländische Verwendung	3,2	1,7	2,8	2,9
Private Konsumausgaben	3,2	2,7	2,8	2,7
Konsumausgaben des Staates	1,8	0,8	1,6	3,1
Anlageinvestitionen	4,0	0,7	3,2	3,9
Ausrüstungen	3,5	-2,9	1,7	3,6
Geistige Eigentumsrechte	4,8	4,9	3,4	2,9
Gewerbliche Bauten	-4,4	-3,0	3,8	5,0
Wohnungsbau	11,7	4,9	4,6	4,5
Vorratsveränderungen	0,2	-0,4	0,2	0,1
Außenbeitrag	-0,7	-0,1	-0,4	-0,2
Exporte	0,1	0,4	2,4	2,4
Importe	4,6	1,1	5,0	5,1
Verbraucherpreise	0,1	1,3	2,5	2,8
Arbeitslosenquote	5,3	4,9	4,8	4,6
Leistungsbilanzsaldo	-2,6	-2,4	-2,7	-3,0
Budgetsaldo (Bund)	-2,4	-3,2	-3,6	-4,0

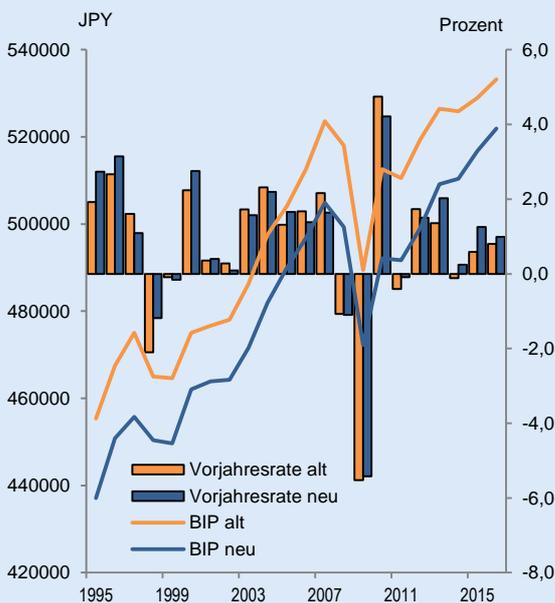
Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. Außenbeitrag, Vorratsveränderungen: Lundberg-Komponente. Arbeitslosenquote: in Prozent der Erwerbspersonen. Leistungsbilanzsaldo, Budgetsaldo: in Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts. Budgetsaldo: Fiskaljahr.

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.

<sup>7</sup> Japan setzte den neuen Standard im internationalen Vergleich sehr spät um. So wurden die VGR in Australien bereits im Jahr 2009, in den Vereinigten Staaten im Jahr 2013 und in der EU im Jahr 2014 umgestellt.

Abbildung 16). Abgesehen von diesen Niveaueffekten stellt sich die konjunkturelle Dynamik in Japan nach der Revision etwas günstiger dar als zuvor, wobei die Differenz zwischen den Zuwachsraten nach neuer und alter Methodik mit der Zeit tendenziell zunimmt.

**Abbildung 16:**  
BIP-Revision Japan 1995–2016



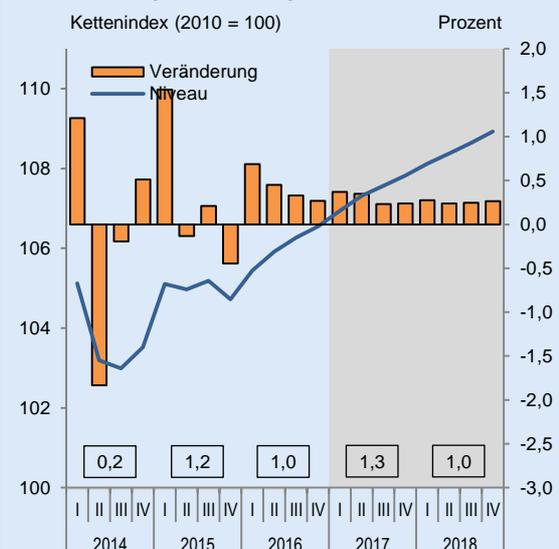
Jahresdaten; Niveau und Veränderung gegenüber dem Vorjahr (rechte Skala).

Source: Cabinet Office, Japan.

Im Verlauf des vergangenen Jahres verlor die Konjunktur an Schwung, sie war am aktuellen Rand aber offenbar wieder stärker aufwärtsgerichtet. Die Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts gingen ausgehend von einem kräftigen Anstieg im ersten Quartal im Verlauf des Jahres 2016 kontinuierlich zurück (Abbildung 17). Im vierten Quartal expandierte die Wirtschaft noch um 0,3 Prozent. Dabei neigte insbesondere die heimische Absorption zur Schwäche – sie verzeichnete zuletzt kaum mehr als Stagnation. Der private Konsum nahm im vierten Quartal nicht mehr zu, und von der Staatsnachfrage gingen trotz des im Sommer verabschiedeten Konjunkturprogramms keine Impulse aus. Hingegen legten die Exporte im zweiten Halbjahr angesichts einer Belebung des Handels in der Region und gestützt von einem wieder niedriger bewerteten Yen kräftig

zu, was sich zuletzt auch in einer Belebung bei den Unternehmensinvestitionen niederschlagen hat. Der Beschäftigungsanstieg war über weite Strecken des Jahres moderat, zog zuletzt aber deutlich an, was dafür spricht, dass die japanische Wirtschaft mit wieder größerem Schwung in das neue Jahr gestartet ist. Der Preisauftrieb auf der Verbraucherebene ließ bis zum Herbst 2016 spürbar nach, infolge rückläufiger Energiepreise war die Inflationsrate bis zum Spätsommer sogar wieder negativ. Seither werden wieder leicht steigende Verbraucherpreise verzeichnet, und die Abschwächung der Kerninflation scheint zum Ende gekommen zu sein.

**Abbildung 17:**  
Bruttoinlandsprodukt in Japan 2014–2018



Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal (rechte Skala). Gerahmt: Jahresdaten, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent.

Quelle: Cabinet Office, National Accounts. Grau hinterlegt: Prognose des IfW.

**Geld- und Finanzpolitik sind expansiv ausgerichtet, aber offenbar wenig effektiv.** Die japanische Notenbank ist bereits seit 2013 bemüht, der Konjunktur durch den Kauf von Wertpapieren in enormem Umfang Impulse zu geben – die Zentralbankgeldmenge ist auf diese Weise innerhalb von vier Jahren auf das Dreieinhalbfache aufgebläht worden. Auch das Instrument des negativen Einlagezinses wird seit Februar 2016 genutzt. Inzwischen wird der langfristige Zins als Zielgröße angesteuert; die

Rendite auf zehnjährige Staatsanleihen soll bei null gehalten werden. Zur Ankurbelung der Konjunktur wurde im vergangenen Sommer ein umfangreiches fiskalisches Konjunkturpaket angekündigt, das auf ein Volumen von knapp 3 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt beziffert wurde. Obwohl ein Schwerpunkt des Pakets auf Investitionen in technische und soziale Infrastruktur liegen sollte, sind die öffentlichen Investitionen im vierten Quartal rückläufig gewesen. Dies liegt zum einen wohl daran, dass es einige Zeit braucht, um entsprechende Projekte umzusetzen. So soll das Programm über mehrere Jahre laufen und die zeitliche Struktur ist offen. Zum anderen spielt eine Rolle, dass das neue Programm früheren Konjunkturpaketen folgt, deren Auslaufen zunächst kompensiert werden muss. Es ist – wie häufig in Japan – unklar, in welchem Maße tatsächlich zusätzliche Mittel in den Haushalt einfließen. Gleichwohl ist davon auszugehen, dass die Nachfrage von der Finanzpolitik im weiteren Verlauf dieses Jahres Impulse erhält. Die angestrebte mittelfristige Konsolidierung des Staatshaushalts – angesichts eines öffentlichen Schuldenstandes von 250 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukts eigentlich ein vordringliches Ziel – ist um mehrere Jahre nach hinten verschoben worden. Mit der eigentlich für dieses Jahr vorgesehenen neuerlichen Mehrwertsteuererhöhung – von 8 auf 10 Prozent – ist jedenfalls nicht vor Ende 2019 zu rechnen.

**Für den Prognosezeitraum rechnen wir mit einer Beschleunigung der konjunkturellen Dynamik, die aber nicht nachhaltig ist.** Dank kräftiger Impulse vom Außenhandel und Anregungen von der Finanzpolitik dürfte sich der Produktionsanstieg in den ersten Monaten dieses Jahres beschleunigen. Mit Abklingen des Schubs von der Abwertung des Yen und nachlassender Impulse vonseiten der Finanzpolitik wird sich das konjunkturelle Fahrttempo im Jahr 2018 aber voraussichtlich wieder abschwächen. Eine nachhaltige Stärkung der gesamtwirtschaftlichen Dynamik erfordert Reformen auf der Angebotsseite, die Beschäftigungspotenziale freisetzt und das Produktivitätswachstum stärkt. Dieser Teil der Abenomics-Politik der „drei Pfeile“ (Gern 2015: [IfW-Box 2015.2](#)) ist weiterhin unzureichend ausgeprägt. So dürfte sich der Produktionsanstieg zwar von 1 Prozent

im Jahr 2016 auf 1,3 Prozent im Jahr 2017 beschleunigen, im Jahr 2018 aber wieder auf 1 Prozent abschwächen (Tabelle 5). Die Verbraucherpreise werden nach einem leichten Rückgang im vergangenen Jahr in den Jahren 2017 und 2018 voraussichtlich um 0,6 Prozent zunehmen. Damit wird das Inflationsziel der Notenbank von 2 Prozent freilich weiterhin deutlich verfehlt.

**Tabelle 5:**  
Eckdaten zur Konjunktur in Japan 2015–2018

	2015	2016	2017	2018
Bruttoinlandsprodukt	1,3	1,0	1,3	1,0
Inländische Verwendung	0,8	0,5	0,8	0,9
Private Konsumausgaben	-0,4	0,4	0,8	0,8
Konsumausgaben des Staates	1,6	1,5	1,1	1,2
Anlageinvestitionen	0,2	0,8	1,1	0,8
Unternehmensinvestitionen	1,2	1,0	2,5	1,6
Wohnungsbau	-1,8	5,5	1,1	1,4
Öffentliche Investitionen	-1,7	-2,6	-3,3	-2,2
Lagerinvestitionen	0,6	-0,2	-0,2	0,0
Außenbeitrag	0,4	0,4	0,4	0,1
Exporte	3,0	1,2	5,6	2,8
Importe	0,1	-1,7	2,5	2,1
Verbraucherpreise	0,8	-0,1	0,6	0,6
Arbeitslosenquote	3,4	3,1	3,0	2,9
Leistungsbilanzsaldo	2,9	3,7	3,4	3,4
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo	-5,4	-5,3	-5,5	-4,8

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

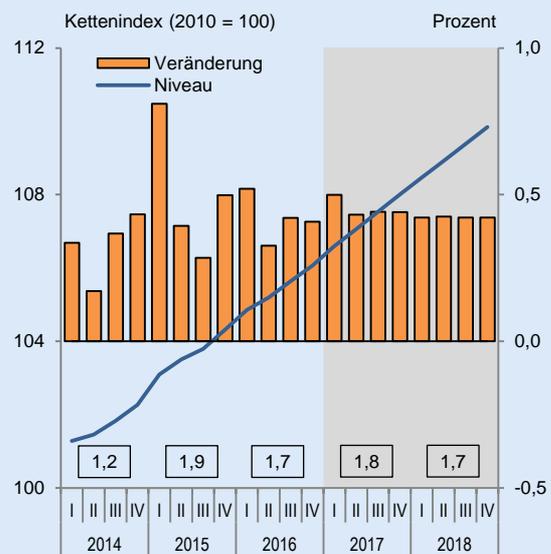
Quelle: Cabinet Office, *National Accounts*; OECD, *Main Economic Indicators*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

## Anhaltend moderate Expansion in der Europäischen Union

**Die konjunkturelle Erholung im Euroraum hat sich in mäßigem Tempo fortgesetzt.**<sup>8</sup> Die gesamtwirtschaftliche Produktion legte im dritten und vierten Quartal des vergangenen Jahres um jeweils 0,4 Prozent zu, sie ist damit inzwischen seit fast vier Jahren ununterbrochen aufwärts gerichtet (Abbildung 18). Unter den

<sup>8</sup> Für eine ausführliche Analyse der Konjunktur im Euroraum siehe Boysen-Hogrefe et al. (2017).

**Abbildung 18:**  
**Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 2014–2018**



Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal (rechte Skala). Gerahmt: Jahresdaten, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent.

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

größeren Ländern blieb die Aufwärtstendenz in Italien schwach, während die Dynamik in Spanien, wo die Produktionszuwächse seit Einsetzen der konjunkturellen Erholung im Jahr 2013 beträchtlich sind, abermals hoch war. Die Lage am Arbeitsmarkt besserte sich weiter, die Arbeitslosenquote sank kontinuierlich und belief sich im Januar 2017 auf 9,7 Prozent. Im Euroraum ohne Deutschland ist die Arbeitslosigkeit mit 12 Prozent freilich immer noch deutlich höher als vor der Krise, als die Arbeitslosenquote dort bei gut 7 Prozent gelegen hat. Der Verbraucherpreisanstieg hat sich in den vergangenen Monaten von annähernd null auf 2,0 Prozent (Februar) beschleunigt, da die Preise für Energie und unverarbeitete Lebensmittel derzeit erheblich über ihrem Vorjahresniveau liegen. Die Kernrate der Inflation verharrt unterdessen weiterhin bei knapp 1 Prozent und zeigt bislang noch keinen deutlichen Aufwärtstrend. Der Abstand der Energiepreise von ihrem Vorjahresniveau wird über die kommenden Monate zusehends kleiner werden, sofern die Ölpreise wie unterstellt in etwa auf ihrem derzeitigen Niveau verharren. Damit dürfte die Inflationsrate ab dem Frühjahr wieder etwas zurückgehen.

**Im Prognosezeitraum wird sich die konjunkturelle Dynamik nur wenig ändern.** Verschiedene Stimmungsindikatoren haben sich in den vergangenen Monaten zwar verbessert und deuten auf eine beschleunigte konjunkturelle Grundtendenz hin. Allerdings sind wichtige harte (nicht umfragebasierte) Indikatoren zuletzt hinter den gestiegenen Erwartungen zurückgeblieben, allen voran die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts im vierten Quartal 2016. So gibt es derzeit noch zu wenig belastbare Evidenz für eine spürbare Belebung der bis zuletzt verzeichneten moderaten Expansionsdynamik. Unter dem Strich sind die Auftriebskräfte im Euroraum aber intakt – die Arbeitslosigkeit ist weiter rückläufig, viele Frühindikatoren sind erkennbar aufwärts gerichtet und die Konjunktur wird weiterhin durch sehr niedrige Zinsen und dem geringen Außenwert des Euro unterstützt. Die Finanzpolitik wird im Prognosezeitraum voraussichtlich leicht expansiv ausgerichtet sein. Schließlich verbessert sich auch die Konjunktur im außereuropäischen Ausland sukzessive. Damit wird die wirtschaftliche Expansion voraussichtlich auch von der außenwirtschaftlichen Seite gestützt. Haupttriebkraft bleibt allerdings die inländische Verwendung; vor allem die im bisherigen Verlauf der Erholungsphase recht schwache Investitionstätigkeit dürfte sich nach und nach verstärken. So dürfte der rechnerische Beitrag des Außenhandels zum Anstieg des Bruttoinlandsprodukts gering bleiben, da die Importe mit der weiteren binnenwirtschaftlichen Belebung ebenfalls rascher zunehmen dürften. Für die kommenden beiden Jahre rechnen wir mit Zuwachsraten der gesamtwirtschaftlichen Produktion, die mit 1,8 bzw. 1,7 Prozent ähnlich sind wie im vergangenen Jahr (Tabelle 6). Die Inflationsrate wird nach zwei Jahren mit nahezu unverändertem Preisniveau bei 1,5 Prozent (2017) und 1,4 Prozent (2018) liegen. Dabei dürfte die Kernrate der Inflation im Prognosezeitraum auf knapp eineinhalb Prozent anziehen, was zum einen auf die anhaltende konjunkturelle Erholung zurückgeführt werden kann, zum anderen auf mögliche Zweitrundeneffekte der derzeit energiepreisbedingt stärker steigenden Verbraucherpreise. Deflationssorgen, die in den Jahren 2015 und 2016 bei einigen Kommentatoren noch die Konjunkturerwartungen für den

Euroraum getrübt haben, dürften im längerfristigen Ausblick keine Rolle mehr spielen.

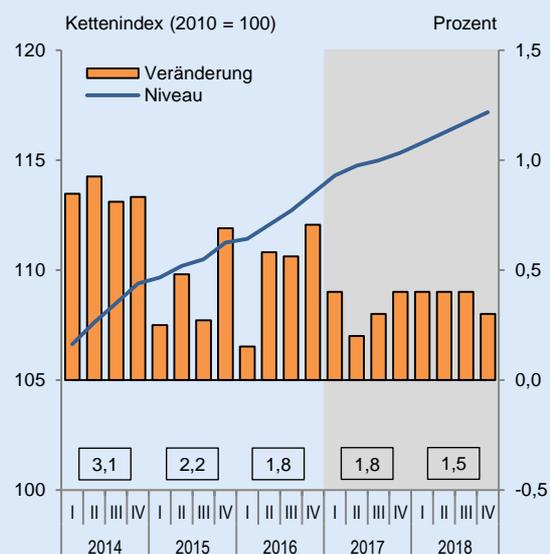
**Tabelle 6:**  
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2015–2018

	2015	2016	2017	2018
Bruttoinlandsprodukt	1,9	1,7	1,8	1,7
Inländische Verwendung	1,8	1,9	1,9	1,9
Private Konsumausgaben	1,8	1,9	1,7	1,6
Konsumausgaben des Staates	1,3	1,8	1,5	1,5
Anlageinvestitionen	3,0	2,5	2,3	3,5
Vorratsveränderungen	-0,2	-0,0	0,1	-0,0
Außenbeitrag	0,2	-0,2	-0,1	-0,1
Exporte	6,3	2,7	3,9	3,9
Importe	6,3	3,4	4,5	4,6
Verbraucherpreise	0,0	0,2	1,5	1,4
Arbeitslosenquote	10,9	10,0	9,3	8,7
Leistungsbilanzsaldo	3,0	3,4	3,3	3,1
Budgetsaldo	-2,1	-1,6	-1,4	-1,4

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

**Abbildung 19:**  
Bruttoinlandsprodukt im Vereinigten Königreich 2014–2018



Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal (rechte Skala). Gerahmt: Jahresdaten, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent.

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

**Die Konjunktur im Vereinigten Königreich zeigte sich nach der Entscheidung für einen Austritt aus der EU überraschend robust, dürfte im laufenden Jahr aber doch spürbar an Fahrt verlieren.** Der Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion im Vereinigten Königreich hat sich anders als vielfach erwartet nach der Brexit-Entscheidung nicht verlangsamt. Im vierten Quartal expandierte das Bruttoinlandsprodukt mit 0,7 Prozent sogar nochmals leicht beschleunigt (Abbildung 19). Allerdings hat sich die Struktur der Expansion auf der Verwendungsseite erheblich geändert. Die inländische Verwendung ging im Schlussquartal nach kräftigen Zuwächsen zuvor zurück. Dabei verlangsamte sich die Expansion des privaten Konsums nur leicht, während die Unternehmensinvestitionen spürbar – um 1 Prozent – zurückgingen und die Lagerentwicklung einen stark negativen Expansionsbeitrag lieferte. Gleichzeitig legten die Exporte kräftig zu, während die Importe leicht schrumpften, wozu die kräftige Abwertung des Pfund Sterling nach dem Brexit-Votum beigetragen haben dürfte. Die Verschlechterung der Terms of Trade dürfte auch zu einem weiteren Anstieg der Inflation

führen, die sich im Januar auf 1,8 Prozent belief. Infolge inflationsbedingt schwindender Kaufkraftzuwächse dürfte sich die Expansion des privaten Konsums in den kommenden Monaten weiter abschwächen. Gleichzeitig wird die Unsicherheit über die zukünftigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen zu einer Investitionszurückhaltung führen, so dass die konjunkturelle Dynamik im Verlauf dieses Jahres wohl spürbar nachlassen wird. Für die Jahre 2017 und 2018 erwarten wir einen Anstieg der Produktion, der mit 1,8 Prozent bzw. 1,5 Prozent gemessen an den Raten der vergangenen Jahre moderat ist (Tabelle 7). Dabei wird die wirtschaftliche Expansion durch eine anhaltend expansive Geldpolitik und eine Lockerung der Finanzpolitik gestützt. Die Notenbank hat Anfang August 2016 ihren Leitzins von 0,5 auf 0,25 Prozent gesenkt und zusätzliche Anleihekäufe im Umfang von 60 Mrd. Pfund beschlossen. Trotz einer Inflationsrate, die voraussichtlich deutlich über das Ziel von 2 Prozent hinausgehen wird, dürfte sie nicht vor Mitte 2018 damit beginnen, ihre Politik wieder zu straffen. Die Finanzpolitik ist ebenfalls zurzeit bemüht, die negativen Auswirkungen des

**Tabelle 7:**  
Eckdaten zur Konjunktur im Vereinigten Königreich  
2015–2018

	2015	2016	2017	2018
Bruttoinlandsprodukt	2,2	1,8	1,8	1,5
Inländische Verwendung	2,5	2,3	1,5	1,0
Private Konsumausgaben	2,4	3,1	1,7	1,1
Konsumausgaben des Staates	1,3	0,8	1,2	1,4
Anlageinvestitionen	3,4	0,5	-0,2	0,0
Vorratsveränderungen	-0,4	-0,6	0,1	0,0
Außenbeitrag	-0,5	-0,4	0,4	0,6
Exporte	6,1	1,4	3,0	3,0
Importe	5,5	2,5	1,6	1,0
Verbraucherpreise	0,1	0,6	2,2	2,5
Arbeitslosenquote	5,3	4,9	5,0	5,3
Leistungsbilanzsaldo	-5,4	-5,5	-4,6	-3,8
Budgetsaldo	-3,7	-3,5	-4,1	-3,6

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.

Brexit-Entscheidungs auf die Nachfrage abzufordern. Sie ist von ihrem Ziel eines Budgetausgleichs bis zum Haushaltsjahr 2019/20 abgerückt und wird im Prognosezeitraum die Nettokreditaufnahme ausweiten.

**In den übrigen Ländern der EU bleibt die konjunkturelle Expansion insgesamt kräftig.**

Im vierten Quartal hat sich die Konjunktur in den EU-Ländern außerhalb des Euroraums wieder beschleunigt. Nahezu überall zog die Zuwachsraten der gesamtwirtschaftlichen Produktion an, in den großen Ländern Polen und Schweden sogar recht kräftig. Maßgeblich für die wieder schnellere Produktionsausweitung war weniger der private Konsum als eine wieder stärkere Investitionsnachfrage, die in einigen mittel- und osteuropäischen Ländern im vergangenen Jahr zeitweise darunter gelitten hatte, dass es im Zusammenhang mit dem Übergang zu einem neuen mehrjährigen EU-Budget zu Finanzierungsproblemen gekommen war. Die konjunkturellen Aussichten sind unverändert günstig. Bei leicht anziehender Konjunktur im Euroraum und in der übrigen Welt wird die inländische Verwendung durch zunehmende Beschäftigung und steigende Einkommen

gestützt, auch wenn die Kaufkraft der privaten Haushalte inzwischen nicht mehr durch ein rückläufiges Preisniveau gestützt wird – die Verbraucherpreise, die im vergangenen Jahr in einer Reihe von Ländern über weite Strecken rückläufig gewesen waren, lagen im Januar überall höher als ein Jahr zuvor. Für 2017 und 2018 erwarten wir für die Länder Mittel- und Osteuropas in der Regel eine etwas höhere Zuwachsraten als im laufenden Jahr (Tabelle 8). In Schweden hingegen lassen die aus der starken Zuwanderung in den vergangenen beiden Jahren resultierenden Impulse nach und angesichts zunehmend ausgelasteter gesamtwirtschaftlicher Kapazitäten ist eine Verlangsamung des Expansionstempos auf reichlich 2 Prozent zu erwarten.

**China: Konjunktur wieder auf Kurs**

**Nach einem Dämpfer zu Beginn des vergangenen Jahres expandierte die gesamtwirtschaftliche Aktivität in China zuletzt wieder kräftig.**

Bereits Ende 2015 kam die chinesische Konjunktur ins Stottern, im ersten Quartal des vergangenen Jahres verzeichnete das Bruttoinlandsprodukt mit 1,3 Prozent die niedrigste Quartalsrate seit Beginn der Zeitreihe im Jahr 2010. Seitdem haben sich die Stimmungsindikatoren jedoch gebessert und die Produktion nahm in den Folgequartalen auch aufgrund einer expansiveren Wirtschaftspolitik deutlich rascher zu (Abbildung 20). Auf Jahresdatenbasis ergab sich 2016 laut nationalem Statistikkamt mit einer gesamtwirtschaftlichen Expansion von 6,7 Prozent insgesamt nur eine geringfügige Verlangsamung gegenüber dem Vorjahr (6,9 Prozent). Dabei stabilisierten sich die Zuwachsraten der Industrieproduktion auf einem historisch niedrigen Niveau von 6 Prozent, während das Baugewerbe langsamer zulegte als zuvor. Eine deutliche Beschleunigung war hingegen bei der Immobilienwirtschaft auszumachen: Zum Jahresende legten diese mit einer Vorjahresrate von knapp 10 Prozent zu. Der tertiäre Sektor insgesamt expandierte um reichlich 7,8 Prozent.

**Tabelle 8:**  
**Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den EU-Ländern 2016–2018**

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Deutschland	20,6	1,8	2,0	2,0	0,4	1,7	1,7	4,1	3,6	3,3
Frankreich	14,8	1,1	1,3	1,4	0,3	1,4	1,3	10,1	9,8	9,4
Italien	11,1	1,0	0,9	0,9	-0,1	1,1	0,9	11,7	11,5	11,0
Spanien	7,4	3,2	2,6	2,0	-0,3	1,6	1,6	19,6	17,4	16,0
Niederlande	4,6	2,1	2,1	1,9	0,1	1,4	1,3	6,0	5,1	4,5
Belgien	2,8	1,2	1,5	1,6	1,8	2,2	2,1	8,0	7,9	8,0
Österreich	2,3	1,5	1,9	1,6	1,0	2,0	1,8	6,0	5,9	5,7
Irland	1,7	4,5	4,9	3,7	-0,3	1,2	1,0	7,9	6,2	5,0
Finnland	1,4	1,6	1,2	1,2	0,4	1,5	1,4	8,8	8,6	8,4
Portugal	1,2	1,4	1,7	1,4	0,6	1,5	1,4	11,2	10,0	9,2
Griechenland	1,2	-0,1	0,4	1,7	0,0	1,2	1,1	23,5	22,2	20,7
Slowakei	0,5	3,3	3,6	3,5	-0,5	1,2	1,3	9,6	8,2	7,0
Luxemburg	0,4	3,8	3,0	3,0	0,0	1,8	1,8	6,3	6,0	5,8
Slowenien	0,3	2,6	3,6	3,2	-0,2	1,6	1,6	7,9	7,1	6,5
Litauen	0,3	2,2	3,7	3,2	0,7	2,0	2,0	7,9	7,1	6,5
Lettland	0,2	1,3	2,9	3,2	0,1	2,1	2,2	9,6	9,3	9,0
Estland	0,1	1,7	3,6	3,0	0,8	2,1	2,2	6,8	6,4	6,0
Zypern	0,1	2,8	2,8	3,0	-1,2	0,8	0,9	13,3	13,3	12,0
Malta	0,1	3,6	3,5	3,2	0,9	1,7	1,7	4,8	4,5	4,3
Vereinigtes Königreich	17,5	1,8	1,8	1,5	0,7	2,7	2,5	4,8	4,8	4,8
Schweden	3,0	3,1	2,2	2,0	1,0	1,6	1,5	7,0	6,7	6,6
Polen	2,9	2,8	3,4	2,7	-0,7	1,5	1,3	6,2	5,2	4,9
Dänemark	1,8	1,1	1,6	1,7	0,3	1,2	1,3	6,2	6,2	6,0
Tschechien	1,1	2,3	2,4	2,9	0,7	2,1	1,7	4,0	3,3	3,0
Rumänien	1,1	4,8	4,0	4,0	-1,1	1,2	1,4	6,2	6,0	6,0
Ungarn	0,7	1,4	2,0	2,1	0,4	2,0	2,3	5,1	4,1	3,8
Bulgarien	0,3	3,4	3,2	3,1	-1,1	0,5	1,0	7,7	6,9	6,6
Kroatien	0,3	2,6	2,9	2,3	-0,6	1,0	1,0	12,8	10,8	9,3
Europäische Union	100,0	1,8	1,9	1,8	0,3	1,7	1,6	8,6	8,0	7,6
<i>Nachrichtlich:</i>										
Europäische Union 15	91,9	1,7	1,8	1,7	0,4	1,7	1,6	9,0	8,4	7,9
Beitrittsländer	8,1	2,8	3,2	2,9	0,0	0,2	0,2	6,8	6,0	5,6
Euroraum	71,2	1,7	1,8	1,7	0,2	1,5	1,4	10,1	9,3	8,7
Euroraum ohne Deutschland	50,5	1,7	1,7	1,6	0,2	1,4	1,3	12,2	11,4	10,7

Prozent. Gewicht: auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2015. Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr. Verbraucherpreise: Veränderung gegenüber dem Vorjahr, harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). Arbeitslosenquote: standardisiert nach dem ILO-Konzept, Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2015. Beitrittsländer seit 2004.

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

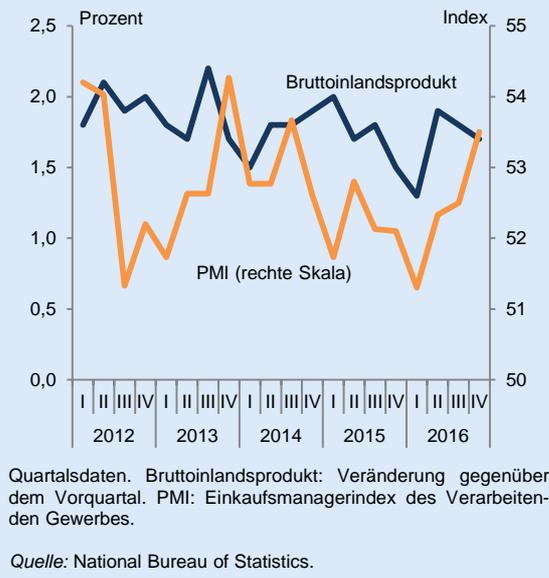
**Frühindikatoren deuten auf eine anhaltend hohe Expansionsdynamik hin, zu Jahresbeginn wird die Konjunkturanalyse durch das chinesische Neujahrsfest allerdings erschwert.** So liegen für das laufende Quartal noch keine harten Indikatoren zu Industrieproduktion, Einzelhandelsumsätzen oder Anlageinvestitionen vor.<sup>9</sup> Auch ist der Informationsgehalt der Außenhandelsindikatoren gering, da die Vorjahresraten von Ein- und Ausfuhren stark von Kalendereffekten geprägt werden.

<sup>9</sup> Das chinesische Statistikamt veröffentlicht aufgrund des chinesischen Neujahrsfest keine separaten Januar- und Februarwerte für die genannten Indikatoren. Die ersten Schätzungen für die Gesamtperiode werden für den 14. März erwartet.

Monatliche Stimmungsindikatoren deuten jedoch auf eine Fortsetzung der positiven konjunkturellen Grundtendenz hin: so liegen die offiziellen wie inoffiziellen Einkaufsmanagerindizes in etwa auf demselben Niveau wie im Schlussquartal des vergangenen Jahres, als das Bruttoinlandsprodukt mit 1,7 Prozent gegenüber dem Vorquartal expandierte. Für das laufende Quartal rechnen wir mit einem Anstieg in ähnlicher Höhe.

**Die Verbraucher- und Erzeugerpreise ziehen an.** blieb die Inflation im Jahresvergleich noch moderat – gegenüber 2015 legten die Preise im vergangenen Jahr durchschnittlich um 1,9 Pro-

**Abbildung 20:**  
China: BIP und Einkaufsmanagerindex 2012–2016



zent zu –, zeichnet sich am aktuellen Rand mit einer Teuerungsrate von 2,5 Prozent eine Beschleunigung ab, was teilweise an den im Vorjahresvergleich deutlich höheren Energiepreisen liegen dürfte. Die Kerninflationsrate lag dementsprechend niedriger (Januar: 2,2 Prozent), weist jedoch ebenfalls eine Aufwärtstendenz auf, wobei sich die Preisanstiege vor allem in einigen Dienstleistungskategorien wie dem Gesundheitswesen oder dem Tourismussektor konzentrieren. Noch stärker macht sich der Preisauftrieb auf der Erzeugerebene bemerkbar. Nach jahrelanger Deflation steigen die Preise seit einigen Monaten wieder kräftig: im Januar betrug die Teuerungsrate reichlich 6,9 Prozent. Ursächlich für den starken Preisanstieg dürfte auch hier die Erholung der Rohstoffpreise sein. Allerdings schlagen wohl auch die Bemühungen der chinesischen Behörden, Überkapazitäten in Bereichen wie Chemikalien, Stahl- und Kohleerzeugung sowie der Verarbeitung von nichtmetallischen Mineralien abzubauen, zu Buche (Weltbank 2017).

**Die Importe haben sich im vergangenen Jahr etwas erholt, während die Ausfuhren stagnierten.** Nachdem die Wareneinfuhren im Jahr 2015 preisbereinigt leicht rückläufig gewesen waren, erholten sie sich im vergangenen Jahr etwas und expandierten mit durchschnittlich 3,3 Prozent; die realen Ausfuhren von Waren stagnierten hingegen im Jahresvergleich.

Auf nominaler und US-Dollar-Basis zeigt sich ein ähnliches Bild. Insgesamt ergab sich 2016 dennoch ein Handelsüberschuss von knapp 570 Mrd. US-Dollar – allerdings deutlich niedriger als im Jahr zuvor (660 Mrd. US-Dollar).

**Der Renminbi hat gegenüber dem Dollar weiter abgewertet; vis-à-vis einem breiteren Währungskorb zeigt er sich jedoch relativ stabil.** Anfang des Jahres hat die chinesische Zentralbank den Währungskorb, an dem sich das Wechselkursband orientiert, neu ausgerichtet. Dem US-Dollar kommt demnach nur noch ein Gewicht von 22,4 Prozent bei (vormals 26,4 Prozent).<sup>10</sup> Während die chinesische Währung seit Januar gegenüber dem Dollar weiterhin leicht an Wert verloren hat, zeigt sich der Renminbi gegenüber dem Währungskorb äußerst stabil. Währenddessen ist es im vergangenen Jahr erneut zu erheblichen Kapitalabflüssen gekommen. So verringerten sich die Devisenreserven der chinesischen Zentralbank im vergangenen Jahr um 300 Milliarden US-Dollar auf knapp über 3 Billionen US-Dollar (Abbildung 21)<sup>11</sup>. Wohl auch in Reaktion auf

**Abbildung 21:**  
China: Devisenreserven 2010–2017



<sup>10</sup> Dem Korb wurden auch die Währungen weiterer Länder wie Südkorea oder Südafrika, Polen oder die Türkei hinzugefügt.

<sup>11</sup> Freilich spielen bei Veränderungen der Devisenreserven auch Bewertungs- und höhere Fremdwährungsbestände im Unternehmenssektor eine Rolle, so dass diese nur als Proxy für Kapitalabflüsse gelten können.

strengere Kapitalverkehrskontrollen verlangsamten sich die Abflüsse jedoch zuletzt; im Februar stiegen die Devisenreserven sogar wieder.

**Die Kreditexpansion dauert an.** Ende 2016 erreichte der als „Total Social Financing“ zusammengefasste Gesamtbestand ausstehender Kredite – ein umfassendes Maß der Verschuldung der chinesischen Volkswirtschaft, das unter anderem auch das Schattenbankwesen erfasst – einen Stand von 210 Prozent im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung. Gegenüber dem Jahr 2015 stellt dies einen Anstieg von annähernd 10 Prozentpunkten dar. Auch zu Beginn des laufenden Jahres setzte sich die Kreditexpansion fort. Das „Total Social Financing“ stieg im Jahresvergleich um reichlich 12,8 Prozent. Darüber hinaus gibt es Anzeichen, dass angesichts einer etwas strafferen Geldpolitik sowie der Anweisung von offizieller Seite an Staatsbanken, die Kreditvergabe zu drosseln, die Verschuldung sich zunehmend in den Bereich des Schattenbankwesens verlagert (Qinqin und Tongjian 2017). So verzeichneten Wechselverbindlichkeiten sowie sogenannte „entrusted loans“, mit denen Banken Eigenkapitalvorschriften und Kreditrationierungen umgehen können, in den vergangenen Monaten starke Zuwächse.

**Im Prognosezeitraum dürfte die gesamtwirtschaftliche Aktivität langsamer expandieren.** Wir unterstellen in unserer Prognose, dass sich die chinesischen Behörden angesichts einer Stabilisierung der Konjunktur wieder vermehrt Strukturreformen wie dem Abbau von Überkapazitäten zuwenden und um eine Eindämmung der makroökonomischen Risiken bemüht sein werden. Als Zeichen in diese Richtung können das mit 6,5 Prozent etwas niedrigere Expansionsziel für das Jahr gewertet werden sowie Maßnahmen der Regierung zur Begrenzung des Immobilienpreisanstiegs und die jüngste Straffung der Geldpolitik. Die Risiken, die von einer hohen und im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung immer noch steigenden Verschuldung ausgehen, bleiben vorerst dennoch bestehen und könnten im Prognosezeitraum zu einer abrupten Verlangsamung der Konjunktur führen. Eine solche „harte Landung“ hätte über China hinaus beachtliche Folgen für die Weltwirtschaft (Gern et al. 2015). Für dieses Jahr

rechnen wir mit einer Expansionsrate des Bruttoinlandsprodukts von 6,4 Prozent, für 2018 dann mit 5,9 Prozent. Die Verbraucherpreis-inflation wird im Vergleich zum Vorjahr zwar etwas zulegen, mit jeweils 2,2 Prozent in diesem und im kommenden Jahr jedoch insgesamt moderat bleiben.

### **Etwas stärkere Expansion in den übrigen Schwellenländern**

**Die indische Konjunktur trotz widrigen Umständen.** Im vierten Quartal verlangsamte sich das Tempo der gesamtwirtschaftlichen Expansion nur leicht: gegenüber dem Vorjahr lag die Wirtschaftsleistung um 7,0 Prozent höher, im dritten Quartal hatte der Anstieg noch 7,4 Prozent betragen. Angesichts der im November des vergangenen Jahres eingeleiteten Bargeldreform, im Zuge derer knapp 90 Prozent der sich in Umlauf befindenden Bargeldmenge aus dem Verkehr gezogen wurde, war eine deutlich stärkere Verlangsamung der Konjunktur erwartet worden. So äußerten Beobachter denn auch Zweifel an den offiziellen Zahlen (FAZ 2017). Es ist zu erwarten, dass die Reform auch in der Zuwachsrate des laufenden Quartals sichtbar wird. Die Markt-Einkaufsmanagerindizes für das Verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor haben sich nach Dämpfen im vierten Quartal zwar etwas erholt, liegen jedoch immer noch unter dem Vorjahresdurchschnitt. Ungeachtet dessen sehen wir die konjunkturelle Grundtendenz von diesen Entwicklungen unbeeinflusst, so dass die indische Wirtschaft nach einem Anstieg von 6,8 Prozent in diesem Jahr, bereits 2018 wieder mit einer Rate von über 7 Prozent expandieren dürfte (Tabelle 9). Risiken sehen wir vor allem in dem hohen Bestand an notleidenden Krediten, der im Prognosezeitraum die Kreditvergabe der Banken und Unternehmensinvestitionen dämpfen könnte. Der Preisauftrieb hat sich zuletzt verlangsamt: Nach einem jahresdurchschnittlichen Anstieg der Verbraucherpreise von 5,3 Prozent im vergangenen Jahr, lag der Verbraucherpreisindex im Januar nur 3,2 Prozent über seinem Vorjahreswert. Inwiefern hierzu die Bargeldreform beigetragen hat, ist unklar. Zwar würde eine verringerte Geldmenge bei konstantem Transaktionsvolumen und konstanter

Umlaufgeschwindigkeit für ein sinkendes Preisniveau sorgen. Der Preisauftrieb hatte jedoch bereits vor der Einführung der Bargeldreform begonnen nachzulassen. Für das laufende Jahr erwarten wir, dass die Verbraucherpreise insgesamt um 4,0 Prozent steigen. Im kommenden Jahr dürfte der Anstieg dann mit 5,0 Prozent zwar wieder etwas höher, aber immer noch innerhalb des Zielbands der Zentralbank liegen.

**Die Expansion in den südostasiatischen Schwellenländern zeigt sich insgesamt stabil.**

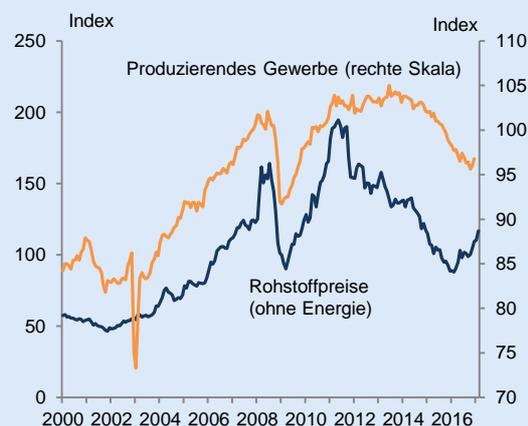
Im vergangenen Jahr beschleunigte sich der gesamtwirtschaftliche Produktionsanstieg leicht (4,8 Prozent nach 4,6 Prozent im Jahr 2015). Dabei expandierten die Volkswirtschaften Malaysias und der Philippinen zuletzt etwas schneller, während sich die Expansionsdynamik in Thailand in der zweiten Jahreshälfte angesichts einer schwächeren Industrieproduktion und niedrigerer Touristenzahlen verlangsamte. Für die Region insgesamt erwarten wir für den Prognosezeitraum ähnlich hohe Zuwachsraten wie im vergangenen Jahr (Tabelle 9). Dabei dürften sich positive Impulse, die von einer robusteren Weltwirtschaft ausgehen, und dämpfende Effekte eines durch die höhere Inflation gebremsten Realeinkommensanstiegs in etwa die Waage halten. Nachdem die Teuerungsrate 2016 im Jahresdurchschnitt mit 2,4 Prozent den niedrigsten Wert seit über 10 Jahren erreichte, wird sich der Preisauftrieb vor allem als Folge wieder gestiegener Rohstoffnotierungen im Prognosezeitraum wohl wieder beschleunigen. Wir rechnen mit Inflationsraten von 3,3 Prozent und 3,8 Prozent im laufenden bzw. kommenden Jahr.

**In Lateinamerika erholt sich die Konjunktur nach zweijähriger Rezession nur langsam.**

Geprägt von den Entwicklungen in Brasilien, Argentinien und Venezuela dürfte die Produktion in Lateinamerika insgesamt im vergangenen Jahr abermals rückläufig gewesen sein. Für das laufende Jahr zeichnet sich jedoch eine Erholung ab. Zwar dauert die Rezession in Brasilien immer noch an – die Wirtschaft schrumpfte um 0,9 Prozent im vierten Quartal –, im weiteren Verlauf dürfte sich die Aktivität jedoch allmählich beleben. So lockerte die Zentralbank Brasiliens in den vergangenen Monaten mehrfach die Geldpolitik, nachdem die In-

flation spürbar nachgegeben hatte wurde. Die Leitzinsen liegen jedoch weiterhin über 10 Prozent, so dass zusätzlicher geldpolitischer Handlungsspielraum besteht, sofern die Teuerung nicht wieder an Fahrt gewinnt. Die mexikanische Zentralbank erhöhte hingegen den Leitzins mehrfach in den vergangenen Monaten, um den Abwertungsdruck auf den Peso im Zuge der Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten zu lindern. Ein Lichtblick für die Region insgesamt stellt die Aussicht auf weiter steigende Rohstoffpreise dar, was zu einer Belebung der Aktivität im Produzierenden Gewerbe führen dürfte (Abbildung 22). Dämpfen dürfte indes eine etwas restriktivere Finanzpolitik: Nach Schätzungen des Internationalen Währungsfonds wird der strukturelle Budgetsaldo (im Verhältnis zum Potenzial) der Ländergruppe insgesamt im Prognosezeitraum um zwei Prozentpunkte zunehmen. Alles in allem erwarten wir einen Zuwachs der gesamtwirtschaftlichen Produktion von 0,7 Prozent in diesem Jahr. Im kommenden Jahr wird sich der Produktionsanstieg dann festigen, mit 2,0 Prozent im historischen Vergleich jedoch immer noch niedrig ausfallen. Die Verbraucherpreise steigen nach 8,2 Prozent im vergangenen Jahr wieder etwas langsamer: für dieses Jahr rechnen wir mit einer Inflationsrate von 6,6 Prozent; 2018 dürfte die Teuerung nur noch 5,6 Prozent betragen.

**Abbildung 22**  
Lateinamerika: Produzierendes Gewerbe und Rohstoffpreise 2000–2017



Monatsdaten.

Quelle: HWWI; Centraal Planbureau, World Trade Monitor.

**Tabelle 9:**  
**Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in ausgewählten Schwellenländern 2015–2018**

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
		2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
Indonesien	6,0	4,9	5,0	5,1	5,4	6,4	3,5	3,9	4,3
Thailand	2,3	2,8	3,2	2,4	3,2	2,8	3,2	2,4	3,2
Malaysia	1,7	5,0	4,3	4,6	4,4	2,1	2,1	2,6	3,0
Philippinen	1,6	5,9	6,8	6,5	6,0	1,4	1,8	3,2	3,5
Insgesamt	11,6	4,6	4,8	4,7	4,9	4,4	3,0	3,3	3,8
China	41,0	6,9	6,7	6,4	5,9	1,4	2,0	2,2	2,2
Indien	16,8	7,3	7,1	6,8	7,2	4,9	5,3	4,0	5,0
Asien insgesamt	69,5	6,6	6,5	6,2	6,0	2,8	3,0	2,8	3,2
Brasilien	6,8	-3,8	-3,6	-0,7	1,8	9,0	8,7	4,9	4,5
Mexiko	4,7	2,6	2,1	2,0	2,1	2,7	2,8	4,0	3,2
Argentinien	2,1	2,6	-2,3	2,5	3,9	25,0	25,0	23,2	19,0
Kolumbien	1,4	3,1	2,0	2,2	2,7	5,0	7,5	4,4	3,1
Venezuela	1,1	-6,2	-10,0	-4,5	-3,0	121,7	475,8	-	-
Chile	0,9	2,3	1,7	2,0	2,7	4,3	3,8	2,8	3,0
Peru	0,8	3,3	3,9	3,8	3,7	3,5	3,6	2,8	2,5
Lateinamerika insgesamt	17,7	-0,3	-1,3	0,7	2,0	8,4	8,4	6,6	5,6
Russland	7,9	-2,8	-0,2	1,1	1,5	15,5	7,0	4,8	5,0
Türkei	3,4	4,0	2,0	1,6	4,7	7,7	7,8	9,5	8,0
Südafrika	1,5	1,3	0,5	1,2	1,8	4,6	6,4	6,0	5,5
Aufgeführte Länder	100,0	4,5	4,3	4,6	4,9	5,0	4,5	3,9	3,9

Prozent. Gewicht: gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2015 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.

**Die wirtschaftliche Talfahrt in Russland ist zu Ende, eine kräftige Erholung aber nicht in Sicht.** Im zweiten Halbjahr 2016 war das Bruttoinlandsprodukt offenbar wieder aufwärts gerichtet. Im vierten Quartal trug hierzu insbesondere eine wieder spürbar steigende Industrieproduktion bei. Für das gesamte Jahr weist das russische Statistikamt einen nur noch leichten Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion aus, nach einem Einbruch um 2,8 Prozent im Jahr zuvor.<sup>12</sup> Die Stabilisierung der Wirtschaft wurde begleitet von einer Aufwertung des Rubel, der gegenüber dem US-Dollar seit Februar 2016, als er ein historisches Tief erreicht hatte, um fast 25 Prozent aufgewertet hat. In der Folge ließ auch der Preisauftrieb nach, die Inflationsrate ist von rund 15 Prozent am Beginn des vergangenen Jahres auf zuletzt nur noch 5 Prozent gefallen. Die russische Notenbank hat ihren Leitzins zuletzt im September gesenkt und seither auf dem Stand von 10 Pro-

zent belassen. Wir erwarten angesichts des deutlichen Rückgangs der Inflation, dass in den kommenden Monaten eine weitere Lockerung der Geldpolitik erfolgt. Dies wird aber wohl nicht dazu führen, dass sich die Wirtschaft dynamisch erholt. Hierfür fehlen auch weiterhin die Voraussetzungen angesichts einer Politik der Regierung, die nicht geeignet ist, das Vertrauen der Investoren, insbesondere auch aus dem Ausland, zu gewinnen. Hinzu kommt, dass gegenwärtig die Ölproduktion gedrosselt wird, um im Verein mit der OPEC und anderen Förderländern den Angebotsüberhang am Ölmarkt zu beseitigen. Auch angesichts einer Finanzpolitik, die bei dem der Prognose zugrunde gelegten nur geringfügig höheren Ölpreis weiterhin restriktiv ausgerichtet sein wird, erwarten wir für das russische Bruttoinlandsprodukt in den Jahren 2017 und 2018 nur moderate Zuwächse von 1,1 bzw. 1,5 Prozent.

<sup>12</sup> Diese Angabe bedeutet eine deutliche Aufwärtsrevision der früheren Schätzung, die bei -3,7 Prozent lag.

## Literatur

- Baker, S. R., N. Bloom und S. J. Davis (2016). Measuring Economic Policy Uncertainty. Via Internet (8. März 2017) <[http://www.policyuncertainty.com/media/EPU\\_BBD\\_Mar2016.pdf](http://www.policyuncertainty.com/media/EPU_BBD_Mar2016.pdf)>.
- Becker, J., und J. Englisch (2017). Die radikalen Steuerpläne der US-Republikaner und die Folgen für die EU. *Wirtschaftsdienst* 97 (2): 103–110.
- Bidder, R., T. Mahedy und R. Valleta (2016). Trend Job Growth: Where's Normal? FRBSF Economic Letter, 2016-32, San Francisco. Via Internet (27.2.2017) <<http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2016/october/trend-job-growth-where-is-normal/>>.
- Bloom, N. (2014). Fluctuations in Uncertainty. *Journal of Economic Perspectives* 28 (2): 153–176. Via Internet (8. März 2017) <<https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/jep.28.2.153>>.
- Boysen-Hogrefe, J., S. Fiedler, D. Groll, S. Kooths und U. Stolzenburg (2017). Euroraum trotz vieler Unwägbarkeiten im Aufwind. Kieler Konjunkturberichte Nr. 28 (2017|Q1). Institut für Weltwirtschaft, Kiel. Via Internet (10. März 2017) <[https://www.ifw-kiel.de/pub/kieler-konjunkturberichte/2017/kkb\\_28\\_2017-q1\\_euroraum\\_de.pdf](https://www.ifw-kiel.de/pub/kieler-konjunkturberichte/2017/kkb_28_2017-q1_euroraum_de.pdf)>.
- Cajner, T., D. Mawhirther, C. Nekarda und D. Ratner (2016). Why is Involuntary Part-Time Work Elevated? FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington D.C. Via Internet (27.2.2017) <<https://www.federalreserve.gov/econresdata/notes/feds-notes/2014/why-is-involuntary-part-time-work-elevated-20140414.html>>.
- Daly, M.C., B. Hobijn und B. Pyle (2016). What's up with Wage Growth? FRBSF Economic Letter, 2016-07. San Francisco. Via Internet (27.2.2017) <<http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2016/march/slow-wage-growth-and-the-labor-market/>>.
- FAZ (*Frankfurt Allgemeine Zeitung*) (2017). Die indische Wachstumsrate gibt Rätsel auf. 3. März: 19.
- Feldstein, M. (2017). The House GOP's Good Tax Trade-Off. *Wall Street Journal*, 5. Januar. Via Internet (8. März 2017) <<https://www.wsj.com/articles/the-house-gops-good-tax-trade-off-1483660843>>.
- Fiedler, S., S. Kooths und U. Stolzenburg (2017). Extending QE: Additional risks for financial stability? In-Depth Analysis for the European Parliament. Via Internet (8. März 2017) <[https://polcms.secure.europarl.europa.eu/cmsdata/uploa/d/3a01a7bb-48b2-488d-b508-f614627c55cf/KIEL\\_FINAL.pdf](https://polcms.secure.europarl.europa.eu/cmsdata/uploa/d/3a01a7bb-48b2-488d-b508-f614627c55cf/KIEL_FINAL.pdf)>.
- FOMC (Federal Open Market Committee) (2017). Minutes of the Federal Open Market Committee, January 31-February 1, 2017. Washington, D.C.
- Gale, W. (2017). A quick guide to the 'border adjustments' tax. *Brooking Op-Ed*. Via Internet (8. März 2017) <<https://www.brookings.edu/opinions/a-quick-guide-to-the-border-adjustments-tax/>>.
- Gern, K.-J. (2015). Zu den Strukturreformen im Rahmen von „Abenomics“. IfW-Box 2015.2. Via Internet (7. März 2017) <[https://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/prognosezentrum/konjunkt/ifw-box/2015/box\\_2015-2\\_struktur-reformen.pdf](https://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/prognosezentrum/konjunkt/ifw-box/2015/box_2015-2_struktur-reformen.pdf)>.
- Gern, K.-J. (2016). Zur Entscheidung der OPEC, erneut Förderquoten einzuführen und die Ölproduktion zu reduzieren. IfW-Box 2016.26. Via Internet (10. März 2017) <[https://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/prognosezentrum/konjunkt/ifw-box/2016/box\\_2016-26\\_opec\\_foerderquoten.pdf](https://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/prognosezentrum/konjunkt/ifw-box/2016/box_2016-26_opec_foerderquoten.pdf)>.
- Gern, K.-J., P. Hauber und G. Potjagailo (2015). Auswirkungen einer harten Landung in China. *Wirtschaftsdienst* (10): 719-720.
- GOP (2016). A Better Way. Our Vision for a Confident America. Juni. Via Internet (8. März 2017) <[https://abetterway.speaker.gov/\\_assets/pdf/ABetterWay-Tax-PolicyPaper.pdf](https://abetterway.speaker.gov/_assets/pdf/ABetterWay-Tax-PolicyPaper.pdf)>.
- International Energy Agency (2017). Monthly Oil Market Report. Februar. Paris.
- Jannsen, N., und M. Plödt (2016). Zu den Ursachen der jüngsten Ölpreisentwicklungen. IfW-Box 2016.1. Via Internet (10. März 2017) <[https://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/prognosezentrum/konjunkt/ifw-box/2016/box\\_2016-1\\_oelpreisentwicklungen.pdf](https://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/prognosezentrum/konjunkt/ifw-box/2016/box_2016-1_oelpreisentwicklungen.pdf)>.
- OECD (2016). Economic Outlook 2016/2. Paris.
- Pomerleau, K. (2016). Details and Analysis of the 2016 House Republican Tax Reform Plan. *Tax Foundation Fiscal Fact* Nr. 516. Via Internet (8. März 2017) <[https://files.taxfoundation.org/legacy/docs/TaxFoundation\\_FF516.pdf](https://files.taxfoundation.org/legacy/docs/TaxFoundation_FF516.pdf)>.

- Qin Qin, P., und D. Tongjian (2017). China's New Credit Surges to Record in January. Caixin Global. Via Internet (28. Februar 2017) <<http://www.caixinglobal.com/2017-02-15/101055512.html>>.
- Valetta, R., und C. van der List (2015). Involuntary Part-Time Work: Here to Stay? FRBSF Economic Letter, 2015-09. San Francisco. Via Internet (27.2.2017) <<http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2015/june/involuntary-part-time-work-labor-market-slack-post-recession-unemployment/>>.
- Weltbank (2017). Global Economic Prospects. Januar 2017. Washington D.C. Via Internet (28. Februar 2017) <<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/25823/9781464810169.pdf>>.
- Wright, J. (2017). January employment growth boosted by mild weather. Brookings Institution. Via Internet (25. Februar 2017) <<https://www.brookings.edu/blog/jobs/2017/02/06/january-employment-growth-boosted-by-mild-weather/>>.
- WTO (World Trade Organization) (2016). Report on G20 Trade Measures (Mid-May 2016 To Mid-October 2016). Geneva. November. Via Internet (8. März 2017) <[https://www.wto.org/english/news\\_e/news16\\_e/g20\\_wto\\_report\\_november16\\_e.pdf](https://www.wto.org/english/news_e/news16_e/g20_wto_report_november16_e.pdf)>.