

KIELER KONJUNKTUR- BERICHTE

Weltkonjunktur im Frühjahr 2018

Abgeschlossen am 20. März 2018



Nr. 39 (2018|Q1)

*Klaus-Jürgen Gern, Philipp Hauber,
Stefan Kooths und Ulrich Stolzenburg*

INHALTSVERZEICHNIS

Weltwirtschaftliche Dynamik überschreitet ihren Höhepunkt

Überblick	3
Verbraucherpreise steigen noch moderat.....	6
Geldpolitische Normalisierung rückt näher – Finanzpolitik wirkt expansiv	9
Ausblick: Weltkonjunktur bleibt vorerst kräftig	11
Die Prognose im Einzelnen.....	16
Dynamik der US-Konjunktur nimmt nochmals zu	16
Fortgesetzt kräftige Konjunktur in Japan	19
Schwungvolle Expansion in der Europäischen Union.....	21
Konjunktur in China schwächt sich ab	25
Wieder stärkerer Produktionsan-stieg in Indien	26
ASEAN: Expansion bleibt kräftig	26
Konjunktur in Lateinamerika legt zu.....	27
Moderate Expansion in Russland.....	28
Literatur	29

WELTWIRTSCHAFTLICHE DYNAMIK ÜBERSCHREITET IHREN HÖHEPUNKT

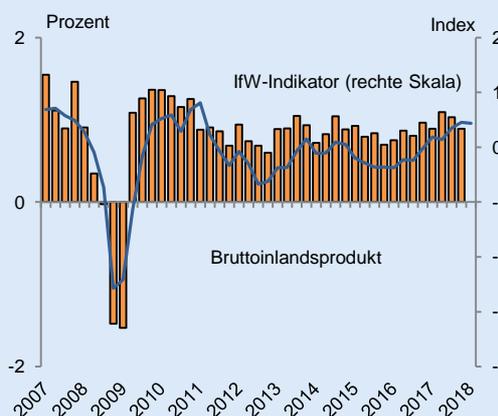
Klaus-Jürgen Gern, Philipp Hauber, Stefan Kooths und Ulrich Stolzenburg

Anfang 2018 befindet sich die Weltwirtschaft in einem kräftigen Aufschwung. Im vergangenen Jahr wurde mit 3,9 Prozent die höchste Zuwachsrate der globalen Produktion (gerechnet in Kaufkraftparitäten) seit dem Jahr 2011 verzeichnet. Zuletzt trübte sich die wirtschaftliche Stimmung allerdings etwas ein. Hierzu dürften insbesondere eine zunehmende Unsicherheit über das zu erwartende Tempo der geldpolitischen Straffung in den Vereinigten Staaten und Sorge um den freien Welthandel beigetragen haben. Turbulenzen an den Finanzmärkten im Zuge der anstehenden geldpolitischen Normalisierung und die Eskalation handelspolitischer Konflikte sind gewichtige Risiken für unsere Prognose einer Weltkonjunktur, die in diesem und im nächsten Jahr zwar etwas an Fahrt verliert, aber insgesamt kräftig bleibt. Wir erwarten, dass die Weltproduktion, in den Jahren 2018 und 2019 um 4,0 Prozent bzw. 3,8 Prozent zunehmen wird. Unsere Prognose vom Dezember haben wir für 2018 und 2019 um 0,1 bzw. 0,2 Prozentpunkte erhöht, was nicht zuletzt auf die durch die Steuerreform bedingte Anhebung der Prognose für die Vereinigten Staaten zurückzuführen ist.

Überblick

Die Weltkonjunktur befindet sich in einem kräftigen Aufschwung. Bereits seit Ende 2016 expandiert die Weltwirtschaft recht dynamisch. Im Verlauf des vergangenen Jahres gewann die Expansion mit der zunehmenden Erholung in den rohstoffexportierenden Schwellenländern noch an Breite. Im Jahr 2017 wurde mit 3,9 Prozent die höchste Zuwachsrate der globalen Produktion (gerechnet in Kaufkraftparitäten) seit dem Jahr 2011 verzeichnet. Im vierten Quartal schwächte sich die Expansion nach den bislang vorliegenden Angaben im Vergleich zu den sehr kräftigen Zuwächsen im Sommerhalbjahr zwar etwas ab. Der IfW-Indikator für die weltwirtschaftliche Aktivität – er wird auf der Basis von Stimmungsindikatoren aus 42 Ländern berechnet – signalisiert aber eine weiterhin starke konjunkturelle Grundtendenz und lässt auch für das laufende Vierteljahr eine deutliche Auswei-

Abbildung 1:
Weltwirtschaftliche Aktivität 2007–2018



Quartalsdaten; saisonbereinigt; Indikator berechnet auf Basis von Stimmungsindikatoren aus 42 Ländern; Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal, 46 Länder.

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

tung der Weltproduktion erwarten (Abbildung 1). Besonders gut ist die Stimmung nach wie vor in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, wo sie sich ausgehend von einem bereits hohen Niveau um die Jahreswende nochmals verbessert hatte. In den Schwellenländern haben sich die Stimmungsindikatoren zwar deutlich von den bis Mitte 2016 verzeichneten Tiefs gelöst, sie sind in den vergangenen Monaten aber nicht weiter gestiegen und von den hohen Werten, die vor und nach der globalen Finanzkrise verzeichnet wurden, nach wie vor weit entfernt. Zuletzt gab es allerdings Hinweise auf eine Eintrübung der wirtschaftlichen Aussichten. Im Februar gingen die Werte des Indikators verbreitet spürbar zurück (Abbildung 2). Hierzu dürften insbesondere eine zunehmende Unsicherheit über das zu erwartende Tempo der geldpolitischen Straffung in den Vereinigten Staaten und Sorgen vor handelspolitischen Konflikten beigetragen haben.

potenzial (Abbildung 3). In den Vereinigten Staaten legte das Bruttoinlandsprodukt um 0,6 Prozent zu, nach 0,8 Prozent in den Quartalen zuvor. Eine Abschwächung der konjunkturellen Grundtendenz lässt sich daraus freilich nicht ablesen, die Dynamik von Konsum und Anlageinvestitionen verstärkte sich sogar. Vielmehr war der geringere Produktionsanstieg auf einen verlangsamten Lageraufbau zurückzuführen und darauf, dass ein größerer Teil der Nachfrage durch Importe gedeckt wurde. Die Indikatoren deuten auf eine weiter kräftige konjunkturelle Expansion hin. So verstärkte sich der Stellenaufbau nach dem Jahreswechsel merklich. Im Euroraum hat sich der seit mehr als einem Jahr kräftige Aufschwung fortgesetzt; das Bruttoinlandsprodukt expandierte im vierten Quartal mit 0,6 Prozent nur wenig schwächer als im Sommerhalbjahr. Eine unvermindert zunehmende Beschäftigung, steigende Auftragseingänge und die ausgesprochen gute Stimmung bei den Unternehmen sprechen dafür, dass die Dynamik nach wie vor intakt ist. Auch in Japan blieb die Konjunktur zum Jahresende 2017 bei etwas verlangsamtem Tempo aufwärts gerichtet (+0,4 Prozent), wobei sich

Abbildung 2:
Wirtschaftsklima nach Ländergruppen 2007–2018

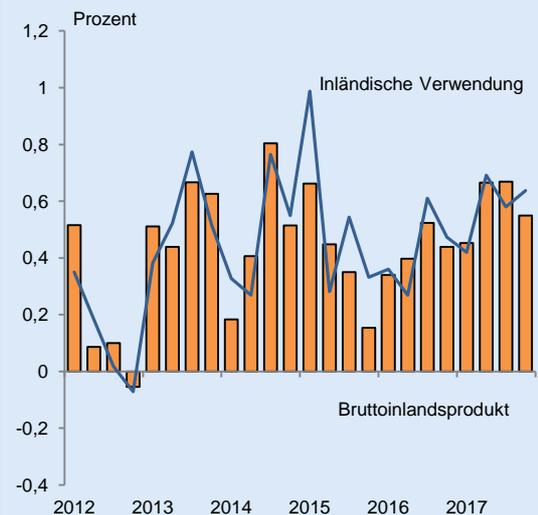


Monatsdaten, saisonbereinigt; teilweise geschätzt; auf der Basis der im Ifw-Indikator enthaltenen Stimmungsindikatoren für 42 Länder (34 fortgeschrittene Volkswirtschaften und 8 Schwellenländer).

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

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften blieb die Expansion gegen Ende des Jahres 2017 kräftig. Die Produktion in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften stieg im vierten Quartal zwar leicht verlangsamt, aber immer noch deutlich rascher als das Produktions-

Abbildung 3:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den G7-Ländern 2012–2017



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.

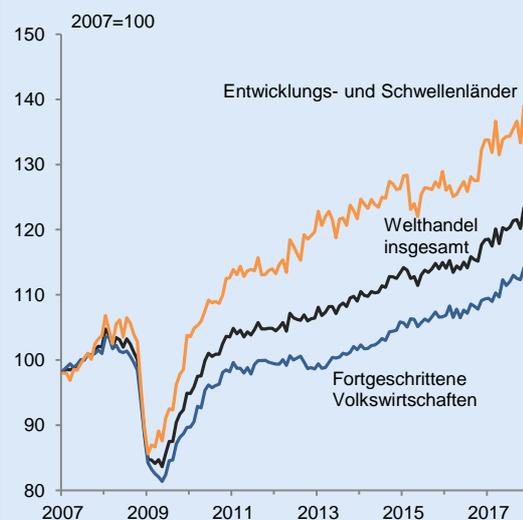
der private Konsum wieder deutlich erhöhte, der Investitionsaufschwung weiter ging und auch die Ausfuhr kräftig expandierte. Im Vereinigten Königreich verringerte sich die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts ebenfalls leicht auf 0,4 Prozent. Hier neigten allerdings einige inländische Verwendungskomponenten zur Schwäche.

In den Schwellenländern hat sich das Bild aufgehellt, die Konjunktur zuletzt aber kaum noch an Schwung gewonnen. Insgesamt hat sich die wirtschaftliche Dynamik in den Schwellenländern im Verlauf des Jahres 2017 spürbar erhöht, vor allem infolge einer kräftig steigenden Produktion in China. In vielen Ländern wirkten auch die wieder etwas höheren Rohstoffpreise stützend. Ab Mitte des Jahres beschleunigte sich das Expansionstempo aber nicht weiter. Dabei wurde die Produktion in China wohl sogar merklich langsamer ausgeweitet als zuvor, auch wenn dies in der veröffentlichten Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts nicht so zum Ausdruck kommt. Andere Aktivitätsindikatoren lassen aber darauf schließen. In Indien zog die Konjunktur nach der Jahresmitte hingegen wieder an, nachdem sich die Expansion von Produktion und Nachfrage in der ersten Jahreshälfte durch Irritationen im Zusammenhang mit Wirtschaftsreformen spürbar verlangsamt hatte. In den übrigen asiatischen Schwellenländern legte die Produktion bis zuletzt weiter deutlich zu. In Brasilien hat die Wirtschaft zwar die tiefe Rezession im vergangenen Jahr überwunden, die Erholung entfaltet bislang aber nur eine geringe Dynamik. Auch in Russland, wo der Tiefpunkt der Konjunktur bereits im Jahr 2016 durchschritten worden war, expandierte die Wirtschaft zwar weiter, aber mit wenig Schwung.

Der Welthandel expandiert wieder mit höheren Raten. Die ausgeprägte Schwäche des Welthandels, die in den Jahren 2012-2016 zu verzeichnen gewesen war, ist im vergangenen Jahr zu Ende gegangen (Abbildung 4). Nach den Berechnungen des CPB nahm der internationale Warenaustausch 2017 um 4,5 Prozent zu und damit deutlich stärker als in den fünf Jahren zuvor, als er im Durchschnitt lediglich um rund 2 Prozent zugelegt hatte. Maßgeblich für das Anziehen des Welthandels waren die deutliche Belebung des chinesischen Außen-

handels sowie das Anziehen der weltweiten Investitionen (Gern et al. 2017). Zudem hat wohl die reale Abwertung des US-Dollar gegenüber der übrigen Welt den Welthandel stimuliert. Empirische Analysen zeigen, dass ein starker Dollar die Importe außerhalb der USA insgesamt dämpft, da ein weit größerer Teil des Welthandels (rund 40 Prozent) in US-Dollar abgerechnet wird, als es dem Anteil der Vereinigten Staaten (knapp 10 Prozent) entspricht (Boz et al. 2017). Die Aufwärtstendenz beim Welthandel ist bislang ungebrochen: Nachdem die Zuwächse im Frühjahr und Sommer 2017 vorübergehend schwächer ausgefallen waren, legte der Welthandel gegen Ende des Jahres wieder kräftig zu, und erste Indikatoren für den Beginn dieses Jahres – etwa aus China – deuten auf eine weiter schwungvolle Entwicklung hin.

Abbildung 4:
Welthandel 2000–2018



Monatsdaten; preis- und saisonbereinigt.

Quelle: CPB, World Trade Monitor, eigene Berechnungen.

Nachdem der im Wahlkampf von Donald Trump angekündigte Schwenk auf einen protektionistischen Kurs zunächst ausgeblieben war, ist die US-Regierung nun erste Schritte in diese Richtung gegangen. Ende Januar verhängte sie Antidumping-Zölle auf einzelne Produkte (Waschmaschinen und Solarpaneele). Von größerer Bedeutung sind die Anfang März beschlossenen Zölle in Höhe von 25 Prozent auf Stahl und 10 Prozent auf Alumi-

nium, nicht nur weil sie ganze Produktgruppen betreffen. Bedenklich ist darüber hinaus, dass sie Ausdruck eines Regierungshandelns sind, das auch an anderer Stelle zu aus gesamtwirtschaftlicher Sicht problematischen Entscheidungen führen könnte. Denn trotz der zweifelhaften Begründung mit der nationalen Sicherheit sollen offensichtlich Industrien geschützt werden, die in der Öffentlichkeit große Beachtung finden und international stark an Wettbewerbsfähigkeit verloren haben. Diese Politik nimmt in Kauf, dass der US-Bevölkerung durch den Verzicht auf Vorteile der internationalen Arbeitsteilung letztlich Konsummöglichkeiten entgehen.

Die kurzfristigen Belastungen durch die Schutzzölle in den Vereinigten Staaten für die Konjunktur in den betroffenen Ländern dürften moderat sein. Zwar sind einzelne Unternehmen spürbar betroffen, weil sie zuletzt einen erheblichen Teil ihrer Produktion in den Vereinigten Staaten absetzen. Gesamtwirtschaftlich fallen die Exporte von Stahl und Aluminium aber international kaum ins Gewicht, zumal mit Kanada und Mexiko zwei der Länder, die in der Rangliste der größten Exporteure dieser Güter in die Vereinigten Staaten oben stehen, von den Zöllen ausgenommen wurden. Spürbare dämpfende Wirkungen auf die Weltkonjunktur könnten sich allerdings dann ergeben, wenn der Handelskonflikt eskaliert, weil wechselseitig Vergeltungsmaßnahmen beschlossen werden, die sich auf ein immer größeres Spektrum an Gütern erstrecken. Dies könnte das Vertrauen von Investoren und Konsumenten in die wirtschaftliche Zukunft schädigen und Investitionen Konsum bremsen.

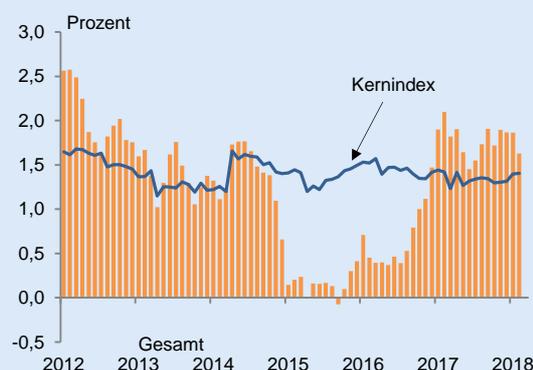
Der Handelskonflikt mit den Vereinigten Staaten ist ein Risiko insbesondere für die wirtschaftliche Entwicklung in der mittleren Frist. Schutzzölle bedeuten einen Verzicht auf Effizienz in der Güterproduktion auf internationaler Ebene. Sie bringen wirtschaftliche Nachteile auf längere Sicht nicht zuletzt für das Land, das diese Zölle einführt. Denn sie bedeuten einen Anstieg des heimischen Preisniveaus, so dass die Kaufkraft der Einkommen sinkt. Längerfristig wirken Schutzzölle zudem als Produktivitätsbremse. Besonders ungünstig wirkt es, wenn Grundstoffindustrien betroffen sind, da sich dann die Vorleistungspreise auf

breiter Front erhöhen und die Erzeugung auf nachgelagerten Produktionsstufen an internationaler Wettbewerbsfähigkeit einbüßt. Infolge dieser Wirkungsmechanismen ist freilich auch zu erwarten, dass es erheblichen Gegenwind aus der Wirtschaft in den Vereinigten Staaten für weitere protektionistische Maßnahmen geben dürfte, was es weniger wahrscheinlich macht, dass am Ende der gegenwärtigen handelspolitischen Auseinandersetzung eine nachhaltige gravierende Beschränkung des internationalen Warenaustausches steht.

Verbraucherpreise steigen noch moderat

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften verlief der Preisanstieg auf der Verbraucherstufe bis zuletzt weiter in ruhigen Bahnen. Die Inflationsrate in den OECD-Ländern lag im Januar bei 1,9 Prozent und war damit ähnlich hoch wie vor einem Jahr (Abbildung 5). Bestimmend für die Schwankungen der Inflationsrate im Verlauf des vergangenen Jahres war die Entwicklung bei den Energiepreisen. Die Kernrate der Inflation, bei der die Preise für Energie und Nahrungsmittel ausgeblendet werden, lag bis zuletzt stabil bei etwa 1,5 Prozent. Trotz der weltweiten Konjunkturbeschleunigung

Abbildung 5:
Verbraucherpreise in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2012–2018



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 2016; Kernindex: Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel.

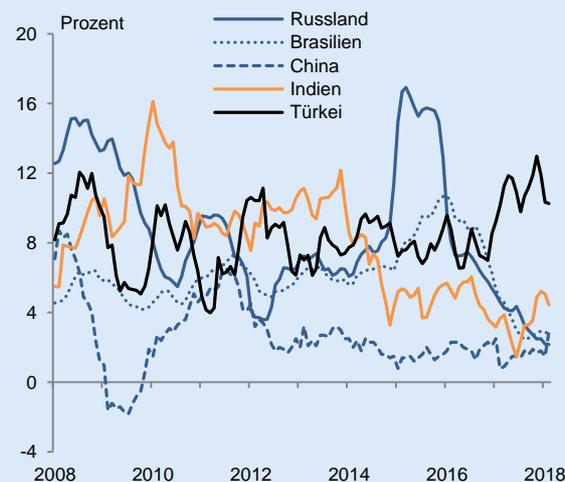
Quelle: OECD, *Main Economic Indicators*; eigene Berechnungen.

haben sich die Lohnzuwächse bislang nicht in einem Ausmaß beschleunigt, dass sich der Kostendruck von dieser Seite nennenswert erhöht hätte. Allerdings ist die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung weltweit weiter gestiegen, und die Arbeitslosenquoten sind in einer Reihe von Ländern inzwischen schon sehr niedrig. So spricht einiges dafür, dass sich die Lohnentwicklung im Prognosezeitraum nach und nach verstärken wird. Anzeichen hierfür sind insbesondere in einigen europäischen Ländern bereits erkennbar.

In den Schwellenländern ist der Tiefpunkt bei der Inflation wohl durchschritten. Der Anstieg der Verbraucherpreise in den großen Schwellenländern befindet sich insgesamt ebenfalls auf historisch niedrigem Niveau. Eine Ausnahme ist die Türkei, wo der Preisauftrieb infolge der starken Währungsabwertung und einer expansiven Wirtschaftspolitik nach wie vor bei 10 Prozent liegt (Abbildung 6). In den anderen großen Schwellenländern ist der Preisauftrieb dagegen gemessen an der Vergangenheit moderat. Allerdings war der Inflationstrend zuletzt nur noch in Russland abwärts gerichtet, wo die Verbraucherpreise im Februar ihr Vorjahresniveau um lediglich 2,2 Prozent überstiegen. In Brasilien verharrte die Inflationsrate auf dem im Sommer erreichten, für das Land sehr niedrigen Niveau von etwa 3 Prozent. In Indien ist der Disinflationprozess offenbar beendet, der wohl nicht zuletzt durch den mit der Bargeldreform verbundenen Geldmengenentzug bedingt war. Die Inflation hat wieder deutlich angezogen, lag aber mit 4,4 Prozent im Februar immer noch im Zentrum des Zielbandes der Notenbank von 2–6 Prozent. In China nahm die Inflationsrate im Februar sprunghaft von 1,5 auf knapp 3 Prozent zu, was allerdings vor allem gestiegenen Nahrungsmittelpreisen geschuldet war. Prägend für die Inflationsentwicklung in den Schwellenländern in den kommenden Monaten dürfte neben den Energie- und auch von den Nahrungsmittelpreisen sein, dass die dämpfenden Effekte von der Aufwertung gegenüber dem Dollar, die die Währungen vieler Schwellenländer im vergangenen Jahr verzeichnet haben, nach und nach geringer werden, während sich der inländische Kostendruck infolge einer zunehmenden Auslastung

der Produktionskapazitäten allmählich verstärken dürfte.

Abbildung 6:
Verbraucherpreise in großen Schwellenländern 2008–2018



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*.

Der Rohölpreis bleibt trotz anhaltender Produktionsbeschränkungen der OPEC voraussichtlich weitgehend stabil. Anfang Dezember 2016 waren von der Organisation erdölexportierender Länder (OPEC) länderspezifischen Quoten beschlossen worden, die von der Ankündigung einer Reduzierung der Fördermengen durch wichtige Produzentenländer außerhalb der OPEC, allen voran Russland, begleitet wurde. Diese Förderbeschränkung war zunächst bis Mitte des vergangenen Jahres befristet worden, wurde inzwischen aber bis mindestens Ende 2018 verlängert. Sie beläuft sich auf insgesamt 2 Prozent der Weltproduktion (Gern 2016: [IfW-Box 2016.26](#)) und ist in überraschend großem Umfang umgesetzt worden. Nachdem die Einhaltung der verabredeten Produktionskürzungen im Sommer nachzulassen schien und diese Quotentreue auf den – gemessen an den Erfahrungen der Vergangenheit freilich immer noch recht hohen – Wert von 75 Prozent gesunken war, lag die Produktion in den ersten beiden Monaten dieses Jahres in den einbezogenen OPEC-Ländern sogar spürbar unter dem erlaubten Niveau. Gleichzeitig

Tabelle 1:
Rahmendaten für die Konjunkturprognose 2017–2019

	2017				2018				2019			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Leitzins												
Vereinigte Staaten	0,75	1,00	1,00	1,25	1,50	1,50	1,75	2,00	2,25	2,25	2,25	2,50
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
Euroraum	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,25	0,25
Wechselkurse												
US-Dollar/Euro	1,07	1,10	1,18	1,18	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23	1,23
Yen/US-Dollar	113,6	111,1	111,0	112,9	106,0	106,0	106,0	106,0	106,0	106,0	106,0	106,0
Ölpreis (Brent) in US-Dollar	53,6	49,6	52,1	61,4	66,6	66,9	67,2	67,6	67,9	68,2	68,6	68,9
HWWI-Index für Industrierohstoffe	123,1	110,4	118,9	120,5	131,0	136,2	141,7	147,4	151,8	156,3	159,5	162,6

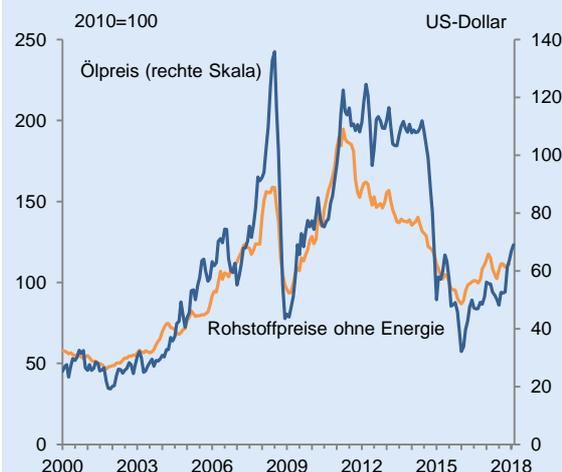
Leitzins: Vereinigte Staaten: Untergrenze des Zielbandes für die Fed Funds Rate; Japan: Tagesgeldzins; Euroraum: Hauptrefinanzierungssatz.

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

hat sich die Quotentreue der beteiligten Nicht-OPEC-Länder, die zunächst recht gering war, deutlich erhöht. Sie lag zuletzt bei 88 Prozent (International Energy Agency 2018a).¹ Während die an der Vereinbarung zur Begrenzung der Produktion beteiligten Länder die Ölförderung erfolgreich verringerten, nahm allerdings die Ölförderung in Libyen und Nigeria, die von der Quotenregelung ausgenommen worden waren, stark zu. Vor allem aber wurde die Produktion von Schieferöl in den Vereinigten Staaten massiv ausgeweitet – sie stieg allein im Zeitraum von August bis November 2017 um fast 1 Prozent der Weltproduktion –, so dass der Ölmarkt trotz beträchtlicher Zuwächse bei der Verbrauch inzwischen wieder weitgehend ausgeglichen ist (International Energy Agency 2018b). Allerdings sind im Verlauf des vergangenen Jahres die zunächst historisch hohen Lagerbestände an Rohöl und Ölprodukten doch in beträchtlichem Maße abgebaut worden; sie waren zuletzt nur noch wenig höher als im längerfristigen Durchschnitt. Vor diesem Hintergrund und angesichts der hohen politischen Risiken, die in wichtigen Ölländern bestehen, ist der Preis für Rohöl der Sorte Brent in den vergangenen Monaten von rund 50 auf etwa 65 Dollar gestiegen (Abbildung 7). Die Fundamentaldaten lassen einen weiteren deutlichen

Preisanstieg für den Prognosezeitraum als wenig wahrscheinlich erscheinen, denn die US-Förderung dürfte in diesem und im nächsten Jahr weiter rasch ausgeweitet werden, da sie dank technischen Fortschritts und erheblich gesunkener Produktionskosten bei dem derzeitigen Preisniveau sehr profitabel ist, und zusammen mit Produktionszuwächsen in anderen Ländern außerhalb der OPEC ausreichen dürfte, um die zu erwartende zusätzliche Nachfrage zu decken. Zwar ist in der gegenwärtig in etwa ausgeglichenen Marktlage und

Abbildung 7:
Rohstoffpreise 2000–2018



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

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

¹ Die Quotentreue unterscheidet sich freilich von Land zu Land deutlich, und Produktionskürzungen sind wohl teilweise auch nicht freiwillig, sondern anderen Faktoren wie politischen Unsicherheiten, wirtschaftlicher Instabilität oder technischen Problemen geschuldet. So unterschritt etwa Venezuela seine Quote zuletzt erheblich.

bei verringerten Lagerbeständen das Risiko gestiegen, dass politische Spannungen oder eine spürbare Einschränkung der Produktion in einzelnen Förderländern zu ausgeprägten Preisanstiegen führen. Andererseits könnten die Preise aber auch deutlich sinken, wenn die durch Quoten begrenzten Förderländer ihre Produktion wieder ausweiten sollten, um dem mit der gegenwärtigen Politik verbundenen stetigen Rückgang an Marktanteilen zu begegnen. Für die Prognose rechnen wir damit, dass der Ölpreis im Prognosezeitraum real konstant bleibt. Nach 54 Dollar im Jahr 2017 ergibt sich für den Jahresdurchschnitt 2018 und 2019 ein Ölpreis von etwa 67 bzw. 68 Dollar je Barrel (Tabelle 1).

Geldpolitische Normalisierung rückt näher – Finanzpolitik wirkt expansiv

Die Geldpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften steht vor der Herausforderung, den Ausstieg aus ihrer extrem expansiven Politik richtig zu dosieren. Die US-Notenbank verfolgt seit nunmehr gut zwei Jahren einen Kurs der behutsamen geldpolitischen Straffung. Dabei steht die Notenbank vor der Aufgabe, Ausmaß und Frequenz der Zinsanhebungen so zu wählen, dass eine Überhitzung der Konjunktur angesichts bereits recht hoher Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten und eines kräftigen fiskalischen Impulses ebenso vermieden wird wie eine schockartige Anpassung der Erwartungen an den Finanzmärkten und eine harte Landung der Konjunktur. In Japan und im Euroraum hat sich die Konjunktur zwar deutlich gefestigt, die Inflation aber noch nicht in dem gewünschten Maß angezogen. Hier stellt sich für die Notenbanken die Frage, wie lange sie die Stabilitätsrisiken für die mittlere Frist in Kauf nehmen wollen, die mit zunehmender Dauer des geldpolitischen Ausnahmezustandes zunehmen, zumal im Euroraum die Umsetzung des Wertpapierkaufprogramms mehr und mehr an technische Grenzen stößt (Fiedler et al. 2017).

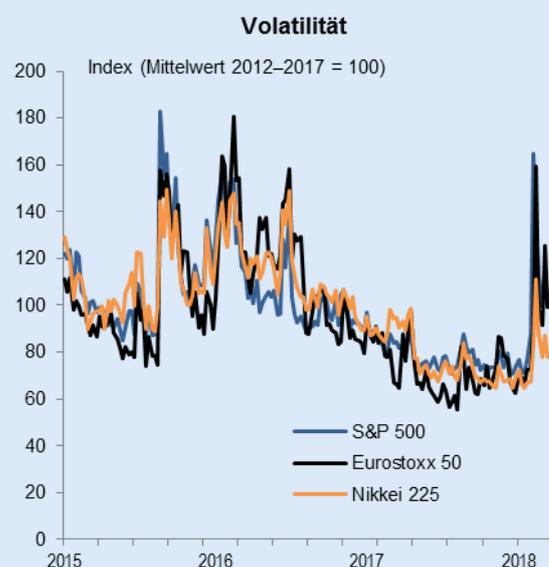
Die Finanzmärkte reagieren nervös auf Unsicherheit über das Ausmaß der geldpolitischen Straffung. Die Niedrigzinspolitik der Notenbanken hat das Niveau der langfristigen

Zinsen stark gedrückt und die Aktienkurse beflügelt. Vor allem in den Vereinigten Staaten ist die Bewertung der Unternehmen inzwischen extrem hoch. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis für den S&P 500 Index war zu Beginn dieses Jahres höher als irgendwann sonst in den vergangenen 125 Jahren mit der Ausnahme des Höhepunkts der Technologieblase am Ende der 1990er Jahre.² In diesem Umfeld kam es im Februar zu starken Verlusten an den Aktienmärkten, und die die Volatilität der Kurse, die im vergangenen Jahr sehr niedrig gewesen war, stieg weltweit drastisch (Abbildung 8). Damit reagierten die Märkte auf die Nachricht eines höher als erwarteten Lohnanstiegs in den Vereinigten Staaten, der offenbar an den Finanzmärkten Sorge auslöste, dass die US-Notenbank ihre Zinsen spürbar rascher anheben könnte als bislang erwartet. Zwar erwies sich der Kurseinbruch als vorübergehend. Diese Episode ist aber ein Indiz dafür, wie groß das Potenzial für Finanzmarkturbulenzen in der anstehenden Phase der geldpolitischen Normalisierung ist. Zuletzt stieg der Aufschlag, den Banken im Vergleich zum amerikanischen Staat für kurzfristige Dollarkredite zahlen müssen (TED Spread), kräftig an. Es ist aber nicht sicher, ob der Anstieg dieses Indikators wie in früheren Episoden als Ausdruck erhöhten Finanzmarktstresses gewertet werden kann. Einiges spricht dafür, dass in diesem Fall ausschlaggebend ist, dass US-Unternehmen aufgrund der Steuerreform verstärkt im Ausland geparkte Gelder repatriieren.

Die Geldpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften bleibt voraussichtlich trotz der robusten Konjunktur vorerst expansiv. Nachdem die US-Notenbank im vergangenen Jahr das Zielband für die Federal Funds Rate dreimal – zuletzt am 13. Dezember – um jeweils 0,25 Prozentpunkte angehoben hat, dürfte sie ihre Zinsen auch im Prognosezeitraum weiter sukzessive anheben.

² Herangezogen wurde die Shiller P/E Ratio, vgl. <http://www.multpl.com/shiller-pe/>.

Abbildung 8:
Aktienmarktentwicklung in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2015–2018



Wochendaten; Volatilität gemessen am VIX (3-Monatsindex)
Quelle: Thomson Reuters Financial Datastream.

Wir rechnen für dieses Jahr mit drei weiteren Zinsschritten – der nächste dürfte bereits am 21. März erfolgen –, so dass die Untergrenze des Zielbandes für die Federal Funds Rate am Ende dieses Jahres bei 2 Prozent liegen wird. Für das Jahr 2019 halten wir bei im Verlauf dann etwas nachlassender Konjunktur zwei weitere Zinsanhebungen für wahrscheinlich. Der Anstieg der Leitzinsen ist damit zwar stärker als der von uns erwartete Anstieg der Infla-

tion; der Realzins bleibt aber niedrig, so dass die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten auch in den kommenden beiden Jahren nicht restriktiv wirken wird. Die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung ist inzwischen auch in Japan deutlich über dem Normalmaß, und im Euroraum deuten die Schätzungen ebenfalls darauf hin, dass die gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten im Aggregat nicht mehr unterausgelastet sind. Dies würde dafür sprechen, dass auch in diesen Ländern auf unkonventionelle expansive Maßnahmen der Geldpolitik verzichtet werden könnte. Während sich die Inflation in den Vereinigten Staaten in den kommenden Monaten – auch als Folge der jüngsten Abwertung des US-Dollar – beschleunigen und voraussichtlich im Verlauf des Jahres das Ziel der Fed übersteigen dürfte, wird sie in Japan und im Euroraum aber wohl noch geraume Zeit hinter dem jeweiligen Ziel der Notenbank zurückbleiben. Die Bank von Japan hat Anfang März ihren stark expansiven Kurs nochmals bestätigt, und die Kommunikation der EZB lässt erwarten, dass das Aufkaufprogramm für Anleihen wie geplant bis zum Herbst 2018 fortgeführt wird. Vor diesem Hintergrund rechnen wir mit Zinserhöhungen für diese Regionen allenfalls für den späteren Verlauf des kommenden Jahres. Dies entspricht in etwa auch den an den Finanzmärkten vorherrschenden Erwartungen.

Finanzpolitische Impulse nehmen in diesem Jahr zu. Bereits seit dem Jahr 2016 ist die Finanzpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften nicht mehr darauf ausgerichtet, die als Folge der Wirtschaftskrisen stark gestiegenen Budgetdefizite zu reduzieren. Sinkende Defizite waren nahezu überall lediglich das Resultat konjunktureller Mehreinnahmen und Minderausgaben oder von Ausgabenentlastungen durch die gesunkenen Zinsen auf Staatsanleihen, während von finanzpolitischen Maßnahmen per Saldo in der Regel Anregungen für die Konjunktur ausgingen. Für dieses Jahr ist im Aggregat eine sogar recht deutlich expansive Ausrichtung zu erwarten, die sich vor allem aus den starken fiskalischen Impulsen in den Vereinigten Staaten ergibt, wo die Steuern deutlich gesenkt und gleichzeitig zusätzliche Ausgaben beschlossen wurden. Dieser Stimulus strahlt auch auf die übrige Welt aus, wenngleich die

Wirkungen im Ausland nach Simulationsrechnungen der Deutschen Bundesbank mit dem makroökonomischen Weltmodell NiGEM gering sind.³ Im Euroraum erlaubt die derzeitige Auslegung der Fiskalregeln durch die Europäische Kommission es den Regierungen, notwendige Konsolidierungsmaßnahmen zeitlich zu strecken. Dort, wo die europäischen Regeln keinen Konsolidierungsdruck erzeugen, wie etwa in Deutschland, den Niederlanden, Finnland oder den baltischen Staaten, werden Finanzierungsspielräume zunehmend genutzt, um Ausgaben zu erhöhen oder Abgaben zu senken. Die britische Regierung hat sich von ihren ehrgeizigen Konsolidierungszielen verabschiedet und einen expansiveren fiskalpolitischen Kurs eingeschlagen. In Japan wird die Regierung wohl allenfalls die Wirkung der vergangenen Konjunkturprogramme auslaufen lassen.

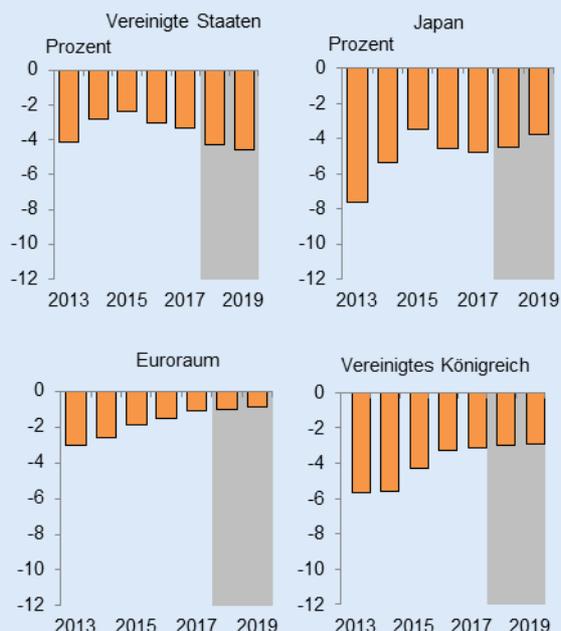
Für das nächste Jahr ist dann eine weniger expansive Ausrichtung der Finanzpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften insgesamt zu erwarten. In den Vereinigten Staaten lassen die finanzpolitischen Impulse nach, und in Japan ist beabsichtigt, die Mehrwertsteuer zu erhöhen, um die Staatsfinanzen längerfristig auf eine solidere Basis zu stellen. Für den Euroraum rechnen wir allerdings mit einem weiter leicht expansiven Kurs (Abbildung 9).

Ausblick: Weltkonjunktur bleibt vorerst kräftig

Die Weltwirtschaft dürfte in diesem und im nächsten Jahr weiter zügig expandieren. Nach einem Zuwachs um 3,9 Prozent im vergangenen Jahr wird die globale Wirtschaftsleistung, gerechnet auf Basis von Kaufkraft-

³ Für die übrige Welt ergibt sich in den Berechnungen lediglich ein geringfügiger, vorübergehender Anstieg der Produktion; im Euroraum kommt es sogar zu leichten Produktionsverlusten. Maßgeblich für dieses Ergebnis ist, dass im Modell dem Impuls durch eine zusätzlichen Nachfrage aus den Vereinigten Staaten dämpfende Effekte durch eine anziehende Inflation und dadurch bedingt steigende Zinsen gegenüberstehen (Bundesbank 2018:15).

Abbildung 9:
Staatliche Finanzierungssalden in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2013–2019



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

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

paritäten, in den Jahren 2018 und 2019 um 4,0 Prozent bzw. 3,8 Prozent zunehmen (Tabelle 2).⁴ Damit würde die Weltproduktion über drei Jahre spürbar schneller zunehmen als im mittelfristigen Trend. Während die Beschleunigung im vergangenen Jahr zu etwa gleichen Teilen auf die konjunkturelle Entwicklung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und in den Schwellenländern zurückzuführen ist, steigt der Expansionsbeitrag in diesem Jahr voraussichtlich vor allem in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften nennenswert an (Abbildung 10). Unsere Prognose vom Dezember haben wir für 2018 um 0,1 Prozentpunkt und für 2019 um 0,2 Prozentpunkte erhöht, was vor allem auf die durch die Steuerreform bedingte Anhebung der Prognose für die Vereinigten Staaten zurückzu-

⁴ Gewichtet auf der Basis von Marktwechsellkursen werden die Zuwachsraten um etwa 0,5 Prozentpunkte darunter liegen.

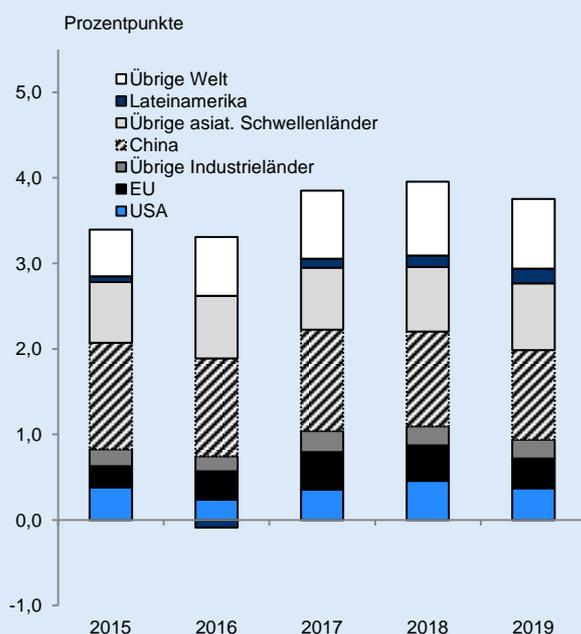
Tabelle 2:
Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2017–2019

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019
Weltwirtschaft	100	3,9	4,0	3,8	3,0	3,3	3,4
Fortgeschrittene Länder	43,1	2,4	2,5	2,1	1,7	2,0	2,0
China	17,8	6,9	6,5	6,1	1,6	2,1	2,3
Lateinamerika	6,9	1,4	1,8	2,4	6,8	5,1	4,7
Indien	7,2	6,7	7,4	7,8	3,8	4,9	4,8
Ostasiatische Schwellenländer	4,9	5,2	5,0	4,8	3,1	3,3	3,4
Russland	3,2	1,7	1,8	1,5	3,7	3,2	4,4
<i>Nachrichtlich:</i>							
Welthandelsvolumen		4,5	4,0	3,8			
Weltwirtschaft (gewichtet gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2016 in US-Dollar)		3,3	3,4	3,2	2,6	2,8	2,9

Prozent. Gewicht: gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2016 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.

Abbildung 10:
Expansionsbeiträge verschiedener Länder und Regionen zum Zuwachs des globalen Bruttoinlandsprodukts 2015–2019



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

Quelle: IMF, *World Economic Outlook Database*; OECD, *Main Economic Indicators*; Eurostat, *VGR*; 2018–2019: Prognose des IfW.

führen ist. Der Welthandel wird im laufenden Jahr mit rund 4 Prozent und 2019 mit 3,8 Prozent zwar nicht mehr ganz so rasch zunehmen wie 2017, aber immer noch deutlich stärker als in den Vorjahren. 0,1 Prozentpunkt erhöht, obwohl wir unsere Erwartung für den Anstieg des Bruttoinlandsprodukts in den Vereinigten Staaten infolge geringerer fiskalischer Impulse etwas reduziert haben. Gleichzeitig entwickelt sich jedoch die Konjunktur in den übrigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften offenbar besser als bislang erwartet, und auch die Prognose für die Produktion in China haben wir nach oben revidiert. Der Welthandel wird im laufenden Jahr mit reichlich vier Prozent voraussichtlich merklich schneller zunehmen als im vergangenen Jahr (1,8 Prozent). Für 2018 und 2019 erwarten wir ähnlich hohe Expansionsraten.

Im Verlauf des Prognosezeitraums dürfte der Aufschwung aber an Schwung verlieren, da mehr und mehr Länder an Kapazitätsgrenzen stoßen. Seit dem vergangenen Jahr ist die Konjunktur seit längerer Zeit zum ersten Mal in nahezu allen großen Volkswirtschaften gleichzeitig aufwärts gerichtet. Die asynchrone Entwicklung der Weltkonjunktur in den Jahren 2012 bis 2016 hat aber nicht nur das Tempo

der weltwirtschaftlichen Expansion gedämpft, sondern auch dazu geführt, dass sich die einzelnen Länder derzeit in unterschiedlichen Phasen des Konjunkturzyklus befinden (Gern et al. 2017). Während in einigen Volkswirtschaften die Kapazitäten noch unterausgelastet sind, weil sie sich erst am Beginn einer Erholung befinden (z.B. Russland oder Brasilien) oder Konsolidierungsprozesse die Expansion bislang gebremst haben (wie in vielen Ländern des Euroraums), ist die Wirtschaft in anderen Ländern bereits deutlich mehr als normal ausgelastet. Dies gilt nach einer im historischen Vergleich bereits sehr langen Expansionsphase etwa für die Vereinigten Staaten, aber auch für Japan und einige europäische Länder. Infolge der weiter expansiven Ausrichtung der Wirtschaftspolitik rechnen wir aber für den Prognosezeitraum nicht damit, dass bereits ein Abschwung der Konjunktur einsetzt. In China lässt die Tatsache, dass die wirtschaftliche Expansion in starkem Maße kreditgetrieben ist, an der Nachhaltigkeit des gegenwärtigen Expansions tempos zweifeln. Hier wird die Zuwachsrates des Bruttoinlandsprodukts wohl bereits in diesem Jahr durch das Bemühen der staatlichen Instanzen gebremst, die enorme Verschuldung einzudämmen.

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften nimmt die Kapazitätsauslastung zunächst weiter zu. Die Konjunktur in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften dürfte im Prognosezeitraum kräftig bleiben. Trotz einer allmählichen Abschwächung im Verlauf des Jahres und im Jahr 2019 wird das Bruttoinlandsprodukt voraussichtlich im gesamten Prognosezeitraum rascher zunehmen als das Produktionspotential. Die Geldpolitik bleibt insgesamt expansiv. Im Euroraum, im Vereinigten Königreich und in Japan werden die Notenbankzinsen wohl nicht vor Mitte 2019 erhöht. In den Vereinigten Staaten wird die geldpolitische Normalisierung zwar weiter vorangetrieben, der kurzfristige Realzins bleibt aber im historischen Vergleich sehr niedrig. Gleichzeitig gibt die Finanzpolitik erhebliche Impulse, die den privaten Konsum stützen und die Investitionen anregen werden. So dürfte das Bruttoinlandsprodukt hier im Jahr 2018 um 2,9 Prozent zunehmen, nach 2,3 Prozent im Jahr 2017. Für 2019 rechnen wir zwar mit einer Verlangsamung auf 2,3 Prozent,

dies sind aber 0,4 Prozentpunkte mehr als in unserer Dezemberprognose, in der wir noch keine Steuerreform eingestellt hatten. Auch in Japan bleibt die Konjunktur aufwärts gerichtet. Mit 1,4 bzw. 1,3 Prozent dürfte die Produktion zwar etwas weniger stark zunehmen als im vergangenen Jahr, aber weiterhin rascher als im längerfristigen Trend. Für den Euroraum erwarten wir eine in diesem Jahr mit 2,4 Prozent eine Zunahme des Bruttoinlandsprodukts, die ähnlich stark ausfällt wie 2017 (2,5 Prozent). Auch im kommenden Jahr wird die Expansion mit einer Rate von dann 2,1 Prozent über das Wachstum der Produktionsmöglichkeiten hinausgehen. Die Abschwächung ist vor allem durch weniger stark steigende Exporte bedingt, der private Konsum dürfte dank weiter zunehmender Beschäftigung und allmählich steigender Lohnzuwächse in wenig verändertem Tempo zunehmen, und auch die für dieses Jahr prognostizierte Belebung der Investitionen wird sich wohl im Prognosezeitraum fortsetzen. Die Konjunktur im Vereinigten Königreich wird hingegen im Prognosezeitraum weiter durch die mit dem Austrittsprozess verbundene Unsicherheit belastet, die gesamtwirtschaftliche Produktion sich sukzessive von 1,7 Prozent im vergangenen Jahr auf 1,5 Prozent im laufenden Jahr und 0,9 Prozent im Jahr 2019 verlangsamen. Insgesamt dürfte sich der Anstieg der Produktion in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften von 2,4 Prozent im Jahr 2017 auf 2,6 Prozent in diesem Jahr beschleunigen und auch 2019 mit 2,2 Prozent recht kräftig ausfallen (Tabelle 3).⁵

⁵ 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 Zuwachsrates 2018 und 2019 mit 2,5 bzw. 2,1 Prozent geringfügig niedriger.

Tabelle 3:
Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2017–2019

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Europäische Union	36,4	2,5	2,4	2,0	1,8	1,8	1,9	8,0	7,4	6,9
Euroraum	26,3	2,5	2,4	2,1	1,5	1,5	1,6	9,1	8,4	7,8
Vereinigtes Königreich	5,9	1,7	1,4	0,9	2,6	2,5	2,2	4,4	4,3	4,4
Schweden	1,1	2,7	2,6	1,9	1,8	2,0	2,0	6,7	6,4	6,3
Polen	1,1	4,5	3,4	2,9	1,5	1,9	2,5	4,9	4,2	3,8
Schweiz	1,5	1,1	2,1	1,6	0,5	0,6	0,9	4,6	4,5	4,3
Norwegen	0,8	1,4	1,6	1,9	2,1	2,0	2,2	4,3	4,1	4,1
Vereinigte Staaten	41,2	2,3	2,9	2,3	1,9	2,2	2,2	4,4	3,9	3,8
Kanada	3,4	3,0	2,3	2,0	2,0	2,1	2,1	6,4	5,8	5,5
Japan	11,0	1,7	1,4	1,3	0,5	0,8	1,8	2,8	2,6	2,5
Südkorea	3,1	3,1	3,0	2,5	1,9	1,7	2,0	3,7	3,6	3,4
Australien	2,7	2,2	2,9	3,0	2,0	2,2	2,4	5,6	5,4	5,3
Aufgeführte Länder	100,0	2,4	2,6	2,2	1,8	1,9	2,1	6,0	5,6	5,4

Prozent. Gewicht gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2016 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 2016.

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

Die wirtschaftliche Expansion in den Schwellenländern setzt sich in dem derzeitigen Tempo fort. Die Konjunktur in den Schwellenländern dürfte sich im Prognosezeitraum nicht weiter beschleunigen. Dies liegt im Wesentlichen daran, dass sich das Expansions-tempo in China abschwächen wird. Hier haben die bisherigen geld- und fiskalpolitischen Anre-gungen zu einer weiteren deutlichen Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Verschuldung ge-führt, so dass die Finanzstabilität zunehmend gefährdet ist. Nachdem die Regierung bis in das vergangene Jahr die Priorität darauf gelegt hatte, die Konjunktur zu stützen, dürfte sie in der Zukunft verstärkt bemüht sein, finanziellen Übertreibungen zu begegnen und eine allmähli-che Verlangsamung des Produktionsanstiegs tolerieren. Wir rechnen mit nach und nach ab-nehmenden Zuwachsraten auf 6,5 Prozent in diesem Jahr auf 6,1 Prozent im Jahr 2019 (Ta-belle 4). In Lateinamerika haben sich die kon-junkturrellen Aussichten verbessert, nachdem die Rohstoffpreise wieder etwas gestiegen sind und die Geldpolitik im Gefolge des deutlichen Rückgangs der Inflation nun auch in Brasilien stark gelockert worden ist. Für Russland er-

warten wir eine Fortsetzung der moderaten wirtschaftlichen Expansion. Für eine nachhal-tige Verstärkung des Wachstums sind die in-stitutionellen Rahmenbedingungen dort aller-dings zu ungünstig.

In den vergangenen Wochen sind die wirt-schaftspolitischen Risiken in den fortge-schrittenen Volkswirtschaften wieder in den Vordergrund gerückt. Nicht nur ist die Gefahr größer geworden, dass sich als Folge der pro-tektionistischen Maßnahmen der US-Regierung der globale Handelskonflikt eskaliert und die weltwirtschaftliche Dynamik spürbar behindert. Verschärfen könnte sich die Lage durch wech-selseitige Vergeltungsmaßnahmen oder auch, wenn die Vereinigten Staaten auf den als Folge des fiskalischen Konjunkturschubs zu erwarten-den Anstieg des Leistungsbilanzdefizits mit weiteren Handelsbeschränkungen reagieren. Die Wahlen in Italien haben gezeigt, dass es den europäischen Institutionen nach wie vor in vielen Ländern an Unterstützung fehlt. Dies erschwert die Zusammenarbeit auf europäischer Ebene und erhöht das Risiko, dass es infolge politischer Dissonanzen zu Spannungen an den

Tabelle 4:
Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in ausgewählten Schwellenländern 2016–2019

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
		2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Indonesien	6,0	5,0	5,1	5,4	5,3	3,5	3,8	3,8	4,0
Thailand	2,3	3,3	3,9	3,2	3,0	0,2	0,7	1,8	2,0
Malaysia	1,7	4,2	5,9	4,9	4,4	2,1	3,8	3,0	3,0
Philippinen	1,6	6,9	6,6	6,2	5,7	1,3	2,9	3,5	3,5
Insgesamt	11,6	4,8	5,2	5,0	4,8	2,3	3,1	3,3	3,4
China	42,0	6,7	6,9	6,5	6,1	2,0	1,6	2,1	2,3
Indien	17,1	7,1	6,7	7,4	7,8	4,5	3,8	4,9	4,8
Asien insgesamt	70,7	6,5	6,6	6,4	6,3	2,7	2,4	3,0	3,1
Brasilien	6,2	-3,5	1,0	1,2	2,3	8,7	3,4	3,5	4,0
Mexiko	4,6	2,7	2,3	2,0	2,4	2,8	6,0	4,3	3,1
Argentinien	1,7	-2,2	2,8	3,7	2,7	25,0	26,9	17,8	14,2
Kolumbien	1,4	2,0	1,8	2,4	3,1	7,5	4,3	3,1	3,0
Venezuela	0,8	-16,5	-4,5	-3,0	-1,0	254,4	-	-	-
Chile	0,9	1,5	1,7	3,2	2,8	3,8	2,2	2,6	3,0
Peru	0,8	4,0	2,5	3,7	3,5	3,6	2,8	1,5	2,3
Lateinamerika insgesamt	16,4	-1,2	1,4	1,8	2,4	8,2	6,8	5,1	4,7
Russland	7,5	-0,2	1,5	1,8	1,5	15,5	3,7	3,2	4,4
Türkei	3,9	3,2	7,0	4,5	4,0	7,8	10,9	9,3	8,8
Südafrika	1,5	0,3	0,9	0,9	0,9	6,3	5,4	5,3	5,5
Aufgeführte Länder	100,0	4,5	5,3	5,2	5,1	4,8	3,6	3,6	3,7

Prozent. Gewicht: gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2016 nach Kaufkraftparitäten. Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr. Verbraucherpreise: Veränderung gegenüber dem Vorjahr. Asien insgesamt, Lateinamerika insgesamt: aufgeführte Länder ohne Venezuela.

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

Finanzmärkten kommt oder einer Stimmungseintrübung, die sich auf die wirtschaftliche Aktivität niederschlagen. Auch wenn sich inzwischen abzeichnet, dass die Befürworter eines harten Brexits im Vereinigten Königreich an Rückhalt verlieren, ist doch weiterhin unklar, wie der Austritt des Vereinigten Königreichs die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in Europa verändern wird und welche Auswirkungen auf die Konjunktur sich letztlich ergeben.

Die Geldpolitik wandelt weiter auf einem schmalen Grat. Nach wie vor besteht die Gefahr, dass es im Zusammenhang mit den Zinsanhebungen in den Vereinigten Staaten oder der Rückführung der Anleihekäufe im Euroraum zu Turbulenzen an den Finanzmärkten kommt, sind doch die derzeit in der Regel historisch hohen Bewertungen an den Aktienmärkten nur durch die niedrigen Zinsen zu rechtfertigen und die hohen Preise für Staatsanleihen auch auf die von den Notenbanken entfaltete Nachfrage nach diesen Papieren zurückzuführen. Entsprechend könnten sich aus Preiskorrekturen an den Finanzmärkten oder auch im Immobili-

ensektor, wo die Preise in einer Reihe von Ländern zuletzt stark gestiegen sind, im Prognosezeitraum Belastungen für die Konjunktur ergeben. Gestiegen ist diese Gefahr zuletzt durch die expansive Finanzpolitik der Vereinigten Staaten. Zwar beflügelt sie wohl kurzfristig die Konjunktur, dies geschieht aber in einer Situation bereits hoher gesamtwirtschaftlicher Kapazitätsauslastung. Sollte die Inflation in diesem Umfeld stark anziehen und eine deutlich ausgeprägtere Straffung der Geldpolitik erfordern, als an den Finanzmärkten derzeit erwartet wird, könnten finanzielle Schocks die Folge sein, welche die Weltkonjunktur belasten. Die Nervosität an den Finanzmärkten ist groß, wie sich im Februar zeigte, als ein unerwartet hoher Monatswert für den Lohnanstieg in den Vereinigten Staaten offenbar Inflationsängste weckte und zu heftigen Ausschlägen an den Aktienbörsen führte. Risiken im finanziellen Bereich bestehen nicht zuletzt auch für einige Schwellenländer, in denen die Verschuldung von Unternehmen und Haushalten in den vergangenen Jahren stark gestiegen ist. Weltwirtschaftlich bedeutsam

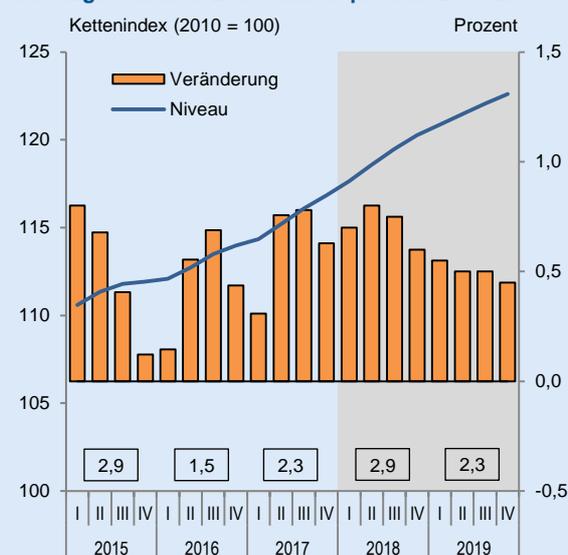
wäre insbesondere ein durch eine Finanzkrise verursachter konjunktureller Einbruch in China (Gern et al. 2015: [IfW-Box 2015.12](#)).

Die Prognose im Einzelnen

Dynamik der US-Konjunktur nimmt nochmals zu

Die Konjunktur in den Vereinigten Staaten hat sich im vergangenen Jahr kräftig beschleunigt. Nachdem das Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2016 nur um 1,5 Prozent zugenommen hatte, stieg es im vergangenen Jahr mit 2,3 Prozent wieder deutlich stärker (Abbildung 11). Die beschleunigte Produktion ging vor allem mit einer höheren Investitions- und Exportdynamik einher. Die Unternehmensinvestitionen und die Ausfuhren erhöhten sich mit 4,7 bzw. 3,4 Prozent wieder deutlich, nachdem sie im Jahr 2016 zurückgegangen waren. Ursächlich für die Belebung bei den Investitionen war die Erholung der Aktivität bei der Schieferölförderung – gemessen an den aktiven Bohranlagen wurde der Tiefpunkt im Juni des Jahres 2016 erreicht; die Krise in diesem Sektor hatte auch auf die Aktivität und Investitionstätigkeit in anderen Wirtschaftsbereichen wie das Verarbeitende Gewerbe ausstrahlt. Zum anderen haben ein verbessertes außenwirtschaftliches Umfeld und die Abwertung des US-Dollars im Jahresverlauf 2017 die Ausfuhren in den Rest der Welt begünstigt. Der private Verbrauch expandierte unterdessen mit knapp drei Prozent unverändert stark. Anders als in den Jahren bis 2015 ging dies jedoch nicht mit ähnlich stark steigenden verfügbaren Realeinkommen einher. Vielmehr reduzierten die privaten Haushalte ihre Sparquote deutlich: Sie lag im vergangenen Jahr nur noch bei 3,4 Prozent, nach 4,9 Prozent im Jahr 2016 und 6,1 im Jahr 2015.

Abbildung 11: Vereinigte Staaten: Bruttoinlandsprodukt 2015–2019



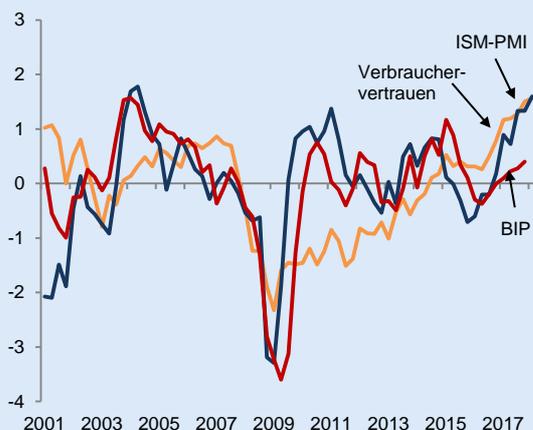
Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal (rechte Skala). Gerahmt: Jahresdaten, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent.

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

Die bereits vorliegenden Indikatoren deuten für das laufende Quartal auf eine ähnlich hohe Expansionsdynamik hin wie zuletzt.

Die Einkaufsmanagerindizes des Institute for Supply Management für das Verarbeitende Gewerbe und die übrigen Wirtschaftsbereiche signalisieren sogar einen ausgesprochen starken Produktionsanstieg; sie befinden sich weiterhin auf zyklischen Hochs. Auch die Stimmung unter den Verbrauchern ist laut Erhebung des Conference Board ausgesprochen gut. Freilich scheinen diese Indikatoren derzeit die konjunkturelle Grundtendenz etwas zu überzeichnen (Abbildung 12). Die Industrieproduktion, die um den Jahreswechsel zur Schwäche geneigt hatte, zog im Februar deutlich an, getragen insbesondere von einem Zuwachs bei den Investitionsgütern. Die Produktion von dauerhaften Konsumgütern nahm dagegen nur wenig zu. Dies korrespondiert mit einer zu Jahresbeginn moderaten Expansion des privaten Verbrauchs um annualisiert 2,4 Prozent. Insgesamt legen Kurzfristprognosemodelle eine Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts im laufenden Quartal nahe, die nicht wesentlich höher ist als in den vorherigen Quartalen.

Abbildung 12:
Bruttoinlandsprodukt und Stimmungskindikatoren in den Vereinigten Staaten 2001–2018



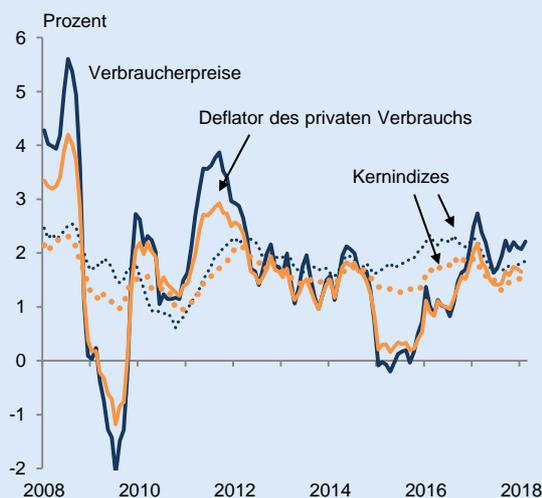
Quartalsdaten. Standardisierte Werte. ISM-PMI: Einkaufsmanagerindex des Verarbeitenden Gewerbes. BIP: Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Bureau of Economic Analysis *National Income and Product Accounts*, Conference Board, Institute for Supply Management..

Der starke Beschäftigungsaufbau setzte sich fort und hat sich zuletzt sogar beschleunigt. Im vergangenen Jahr wurden mit netto knapp 190 000 pro Monat geschaffen etwa ebenso viele neue Stellen geschaffen wie im Jahr 2016. Die Arbeitslosigkeit ging weiter zurück und war so niedrig wie zuletzt im Jahr 2000. Die Unterbeschäftigung in weiterer Abgrenzung, die auch unfreiwillig in Teilzeit Arbeitende umfasst und jene, die aufgrund schlechter Beschäftigungsperspektiven die Suche nach einem Arbeitsplatz eingestellt haben, ist zwar noch etwas von den damals verzeichneten Tiefständen entfernt, aber ebenfalls weiter gesunken und liegt inzwischen auf demselben Niveau wie vor dem Ausbruch der Krise im Jahr 2007. Am aktuellen Rand ist sogar ein beschleunigter Beschäftigungsaufbau zu verzeichnen: im Januar und Februar des laufenden Jahres wurden 200 000 bzw. 300 000 neue Stellen geschaffen. Die Arbeitslosenquote verharrte gleichzeitig bei knapp vier Prozent, auch weil da wieder mehr Menschen am Arbeitsmarkt teilnahmen. So lag die Beschäftigungsquote der männlichen Bevölkerung im Alter von 25 bis 54 Jahren im Februar bei etwas über 86 Prozent – der höchste Wert seit Ende des Jahres 2007.

Der Preisauftrieb ist noch moderat, weist in der Tendenz jedoch nach oben. Auf Basis der Verbraucherpreise lag die Inflationsrate im Februar bei 2,2 Prozent (Januar: 2,1 Prozent). Klammert man die Preise für Energie und Nahrungsmittel aus, betrug sie wie bereits im Januar 1,8 Prozent. Damit liegt die Kernrate seit gut einem Jahr unter zwei Prozent (Abbildung 13) Noch etwas niedriger ist die Teuerung, wenn man den für die Geldpolitik maßgeblichen Deflator des privaten Verbrauchs betrachtet: Im Januar war der Gesamtindex um 1,7 Prozent und die Kernrate um 1,5 Prozent höher als ein Jahr zuvor. Trotz niedriger Arbeitslosigkeit war auch die Lohndynamik verhalten: der Anstieg der durchschnittlichen Stundenlöhne in der Privatwirtschaft gegenüber dem Vorjahr liegt seit geraumer Zeit bei rund 2,5 Prozent. Eine Erklärung hierfür könnte sein, dass im Zuge des starken und langanhaltenden Beschäftigungsaufbaus zunehmend Menschen Arbeit finden, die länger inaktiv waren und entsprechend unterdurchschnittliche Einstiegsgehälter beziehen. Verstärkt wird dieser Kompositionseffekt dadurch, dass nunmehr zunehmend die Generation der „baby-boomers“ aus dem Arbeitsmarkt ausscheidet, die Kohorte der gutverdienenden

Abbildung 13:
Verbraucherpreisanstieg in den Vereinigten Staaten 2008–2018



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

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

Beschäftigten höheren Alters also relativ schrumpft. Der von der Federal Reserve Bank of Atlanta berechnete „Wage Growth Tracker“, der per Konstruktion nicht anfällig gegenüber diesem Kompositionseffekt ist, wies im vergangenen Jahr tatsächlich im Vergleich zu den vom Bureau of Labor Statistics erfassten Stundenlöhnen einen deutlich höheren Anstieg auf, wenn gleich sich auch der so bemessene Lohnauftrieb am aktuellen Rand leicht auf drei Prozent verringert hat.⁶

Die Ende vergangenen Jahres beschlossene Steuerreform dürfte die Produktion kurzfristig anregen. Der „Tax Cuts and Jobs Act“ sieht weitreichende Änderungen bei der Besteuerung von Einkommen und Körperschaften vor. Durch die neue Gesetzgebung werden zum einen die Einkommensteuer vereinfacht und die Steuerlast auf persönlicher Ebene reduziert. Die Unternehmen werden dadurch entlastet, dass der Körperschaftssteuerersatz von 35 auf 21 Prozent reduziert wird und vorübergehend Investitionen in Sachanlagen bereits im ersten Jahr der Anschaffung komplett abgeschrieben werden können. Im Gegenzug werden diverse Ausnahmeregelungen wie die Absetzbarkeit von bundesstaatlichen und kommunalen Steuern oder Zinszahlungen gestrichen.⁷ Gleichzeitig wird die Unternehmensbesteuerung vom Welteinkommens- auf das Territorialprinzip umgestellt, verbunden mit einer Einmalsteuer auf aus dem Ausland repatrierte Gewinne. Um die steuermotivierte Gewinnverschiebung einzudämmen, wird das neue System um verschiedene Maßnahmen wie Mindeststeuern auf Gewinne von Auslandsbeteiligungen ergänzt (Becker und Englisch 2017). Insgesamt ergeben sich durch die Reform rechnerisch (ohne Berücksichtigung von makroökonomischen Rückkoppelungseffekten) in den nächsten beiden Jahren Mindereinnahmen des Bundes in Höhe von etwas mehr als 400 Milliarden US-Dollar, dies entspricht etwa zwei Prozent der nominalen Wirt-

schaftsleistung. Es ist zwar schwierig, die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der Reform abzuschätzen, da es nicht möglich ist, die beschriebenen Maßnahmen in Gänze in makroökonomischen Modellen adäquat abzubilden. Die Absenkung der effektiven Steuerbelastung der privaten Haushalte und Unternehmen für sich genommen bedeutet aber einen kräftigen fiskalischen Impuls und dürfte zu einer erheblichen Beschleunigung der Konjunktur in den Vereinigten Staaten führen. Die Deutsche Bundesbank (2018) ermittelt mithilfe des globalen makroökonomischen Modells NiGEM eine Zunahme des Bruttoinlandsprodukts durch die Steuerentlastung um etwas mehr als 1 Prozent in den nächsten zwei Jahren. Bereits im Jahr 2020 fällt die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts jedoch wieder unter die Basislösung des Modells.⁸ Das liegt zum einen daran, dass ein Teil der Steuerentlastung nur temporärer Natur ist und sukzessive zurückgeführt wird. Zum anderen reagiert die Geldpolitik auf die konjunkturelle Beschleunigung mit einer Anhebung der Zinsen, und es kommt zu einer Aufwertung des US-Dollars, welche die Ausfuhren belastet.

Die Geldpolitik wird im Prognosezeitraum weiter gestrafft. Im vergangenen Jahr hat der Offenmarktausschuss der Federal Reserve die Leitzinsen insgesamt drei Mal erhöht. Angesichts der robusten Konjunktur und der kräftigen fiskalischen Impulse dürfte der geldpolitische Expansionsgrad auch im laufenden Jahr sukzessive zurückgeführt werden. Die nach wie vor verhaltene Preisdynamik spricht aber gegen eine zügige Straffung, wenngleich Mitglieder des Offenmarktausschusses zunehmend die konjunkturellen Aufwärtsrisiken betonen und ausdrücklich auf die Gefahr einer Überhitzung der US-amerikanischen Volkswirtschaft hinweisen. Wir nehmen an, dass es im laufenden Jahr zu drei weiteren Zinsanstiegen kommt und die Untergrenze des Zielkorridors der Federal Funds Rate zum Jahresende 2,0 Prozent beträgt. Im kommenden Jahr dürften dann – bei im Verlauf nachlassender konjunktureller Dynamik – nochmals zwei Zinsschritte folgen.

⁶ Die aktuellen Zahlen und Details zur Berechnung des „Wage Growth Tracker“ sind abrufbar unter: <https://www.frbatlanta.org/chcs/wage-growth-tracker.aspx?panel=1>.

⁷ Eine kompakte Übersicht der beschlossenen Maßnahmen findet sich auf der Homepage des Tax Policy Center (<http://www.taxpolicycenter.org/feature/analysis-tax-cuts-and-jobs-act>).

⁸ Zu ähnlichen Ergebnissen kommen auch der IWF (2018) und die Federal Reserve Bank von San Francisco (FRBSF 2018).

Unsere Zinsannahme folgt damit weitgehend den Markterwartungen.

Im laufenden Jahr wird die Konjunktur nochmals einen Gang hochschalten, danach jedoch an Fahrt verlieren. Die US-Wirtschaft befindet sich in einer Expansionsphase, die nunmehr fast zehn Jahre andauert. Schätzungen zufolge ist die Produktionslücke inzwischen geschlossen oder bereits positiv. Im laufenden Jahr dürften die Investitionen weiter an Fahrt gewinnen – zusätzlich stimuliert durch steuerliche Anreize – und neben dem privaten Verbrauch zu einer weiteren Stütze der Konjunktur werden. Wir rechnen für das laufende Jahr mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 2,9 Prozent; im Jahr 2019 dürfte er dann 2,3 Prozent betragen (Tabelle 5). Damit haben wir unsere bisherige Prognose, in der die Steuerreform noch nicht eingestellt war, recht deutlich – um jeweils 0,4 Prozent – nach oben revidiert. Im Zuge der kräftigen Konjunktur wird die Preis- und Lohndynamik allmählich an Fahrt gewinnen, wengleich konjunkturreegible Güter und Dienstleistungen einen Anteil von weniger als die Hälfte am Deflator des privaten Verbrauchs

haben ([Gern und Hauber 2017](#)). Die Arbeitslosigkeit dürfte bis Ende 2019 weiter auf dann 3,8 Prozent sinken.

Die konjunkturelle Beschleunigung birgt das Risiko, dass die Wirtschaft überhitzt und die Geldpolitik auf einen scharfen Restriktionskurs geht. Bei der gegenwärtig bereits recht hohen gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung besteht das Risiko, dass sich die Lohn- und Preisentwicklung rascher verstärkt als in unserer Prognose erwartet, vor allem wenn die Konjunktur durch die Steuerreform in noch stärkerem Maße stimuliert werden sollte als hier unterstellt. In diesem Fall würde wohl die Notenbank mit zusätzlichen Zinserhöhungen reagieren, was dazu führen könnte, dass die US-Wirtschaft gegen Ende des Prognosezeitraums in eine Rezession abgleitet.

Fortgesetzt kräftige Konjunktur in Japan

Die Produktion in Japan stieg bis zuletzt schneller als das Produktionspotenzial. Das Bruttoinlandsprodukt nahm im vierten Quartal 2017 um 0,4 Prozent zu und damit nur wenig langsamer als im bisherigen Verlauf des Jahres (Abbildung 14), in dem durchgängig Zuwachsraten verzeichnet wurden, die deutlich höher lagen als die Wachstumsrate des Produktionspotenzials, die sich nach gängigen Schätzungen auf weniger als 0,3 Prozent pro Quartal beläuft. Die inländische Verwendung stieg mit 0,5 Prozent sogar noch etwas schneller, sie wurde aber in verstärktem Maße durch Importe gedeckt – möglicherweise ein Ausdruck der hohen Auslastung heimischer Kapazitäten. Der private Konsum legte nach einem Rückgang im Vorquartal wieder deutlich – um 0,5 Prozent – zu, ebenso die Unternehmensinvestitionen, die wie im dritten Quartal um 1 Prozent stiegen. Die Zahl der Beschäftigten ist in der Tendenz deutlich aufwärts gerichtet, und die Arbeitslosenquote ist auf den niedrigsten Stand seit 25 Jahren gesunken. Gleichwohl ist der Lohnauftrieb nach wie vor moderat und die Inflationsrate weiterhin niedrig, insbesondere wenn man von der Entwicklung bei den Preisen für Energie und unverarbeitete Nahrungsmittel absieht (Abbildung 15).

Tabelle 5:
Eckdaten zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2016–2019

	2016	2017	2018	2019
Bruttoinlandsprodukt	1,5	2,3	2,9	2,3
Inländische Verwendung	1,7	2,4	2,7	2,6
Private Konsumausgaben	2,7	2,7	2,9	2,7
Konsumausgaben des Staates	0,8	0,1	0,9	0,7
Anlageinvestitionen	0,7	4,0	5,2	3,8
Ausrüstungen	-3,4	4,8	7,9	5,0
Geistige Eigentumsrechte	6,3	4,0	3,9	3,5
Gewerbliche Bauten	-4,1	5,4	3,1	3,0
Wohnungsbau	5,5	1,8	4,4	3,2
Vorratsveränderungen	-0,4	-0,1	0,2	-0,1
Außenbeitrag	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2
Exporte	-0,3	3,4	4,1	2,9
Importe	1,3	3,9	5,1	3,9
Verbraucherpreise	1,3	2,1	2,6	2,1
Arbeitslosenquote	4,9	4,4	3,9	3,8
Leistungsbilanzsaldo	-2,4	-2,7	-2,9	-3,0
Budgetsaldo (Bund)	-3,2	-3,4	-4,3	-4,6

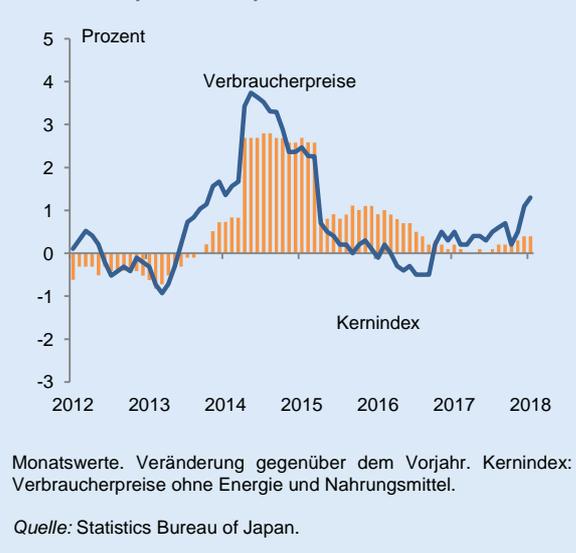
Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. Außenbeitrag, Vorratsveränderungen: Lundberg-Komponente. Arbeitslosenquote: in Prozent der Erwerbspersonen. Leistungsbilanzsaldo, Budgetsaldo: in Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts. Budgetsaldo: Fiskaljahr.

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

Abbildung 14:
Bruttoinlandsprodukt in Japan 2015–2019



Abbildung 15:
Verbraucherpreise in Japan 2012–2017



Die Geldpolitik bleibt expansiv ausgerichtet, die Finanzpolitik wirkt eher restriktiv. Die japanische Notenbank ist bereits seit 2013 bemüht, die Wirtschaft anzuregen und die Inflation zu erhöhen, die lange Zeit leicht negativ war und bis zuletzt deutlich unter dem Ziel von 2 Prozent lag. Durch den Kauf von Wertpapieren wurde die Zentralbankgeldmenge innerhalb von fünf Jahren nahezu vervierfacht. Seit Februar

2016 wird das Instrument des negativen Einlagezins genutzt, um die monetäre Transmission zu befördern. Inzwischen wird der langfristige Zins als Zielgröße angesteuert; die Rendite auf zehnjährige Staatsanleihen soll bei null gehalten werden. Eine Straffung der Geldpolitik ist derzeit nicht absehbar, obwohl von einer Konjunkturschwäche keine Rede sein kann und es den Unternehmen immer schwerer fällt, offene Stellen zu besetzen. Die Finanzpolitik kündigt zwar immer wieder neue Programme an, in deren Zentrum zumeist Investitionen in technische und soziale Infrastruktur stehen. Es ist aber unklar, inwieweit damit tatsächlich zusätzlich Impulse verbunden sind. Sie laufen meist über mehrere Jahre, und die zeitliche Struktur der Ausgaben ist unklar. Zudem folgen sie früheren Konjunkturpaketen, deren Auslaufen zunächst kompensiert werden muss. In den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen waren die öffentlichen Investitionen zuletzt jedenfalls tendenziell rückläufig. Die mittelfristige Konsolidierung des Staatshaushalts, die angesichts eines öffentlichen Schuldenstandes von 250 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt ein vordringliches Ziel sein müsste, ist bislang nicht ernsthaft angegangen worden. Ein Schritt in diese Richtung könnte die für das kommende Jahr vorgesehene Mehrwertsteuererhöhung – von 8 auf 10 Prozent – sein; sie soll aber durch Ausgabenprogramme flankiert werden, mit denen ein Einbruch der Konjunktur vermieden werden soll, wie er im Gefolge der Mehrwertsteuererhöhung im Jahre 2014 auftrat.

Für den Prognosezeitraum rechnen wir mit einer allmählichen Abschwächung der konjunkturellen Dynamik. Zum einen dürfte sich der Anstieg der Exporte verringern, auch weil die Nachfrage in China an Schwung verliert. Zum anderen dürfte die Ausweitung der Produktion angesichts der geringen Reserven am Arbeitsmarkt und hoch ausgelasteter Sachkapazitäten mehr und mehr an Grenzen auf der Angebotsseite stoßen. Maßnahmen, welche die gesamtwirtschaftliche Dynamik nachhaltig durch Reformen fördern, die Beschäftigungspotenziale freisetzen und das Produktivitätswachstum stärken sollen, fehlen oder sind offenbar nicht hinreichend, um das Potenzialwachstum ausreichend zu erhöhen. So dürfte der Produktionsanstieg von 1,7 Pro-

zent im Jahr 2017 auf 1,4 Prozent im Jahr 2018 und 1,3 Prozent im Jahr 2019 zurückgehen (Tabelle 6). Die Verbraucherpreise werden sich nach einem Anstieg um 0,5 Prozent im vergangenen Jahr in diesem Jahr voraussichtlich um 0,8 Prozent erhöhen. 2019 wird die Inflationsrate vor allem als Folge der Mehrwertsteuererhöhung kräftig auf 1,8 Prozent anziehen. Bereinigt um diesen Effekt wird sie aber weiterhin deutlich unter dem Inflationsziel der Notenbank liegen.

Tabelle 6:
Eckdaten zur Konjunktur in Japan 2016–2019

	2016	2017	2018	2019
Bruttoinlandsprodukt	0,9	1,7	1,4	1,3
Inländische Verwendung	0,4	1,2	1,2	1,2
Private Konsumausgaben	0,1	1,0	0,9	1,1
Konsumausgaben des Staates	1,3	0,1	0,7	1,2
Anlageinvestitionen	1,1	2,6	1,4	1,3
Unternehmensinvestitionen	0,6	3,0	2,7	1,1
Wohnungsbau	5,6	2,7	-1,9	2,0
Öffentliche Investitionen	0,1	1,3	-0,8	1,8
Lagerinvestitionen	-0,2	-0,1	0,3	0,0
Außenbeitrag	0,4	0,4	0,2	0,1
Exporte	1,3	6,8	5,0	3,1
Importe	-1,9	3,6	3,7	2,4
Verbraucherpreise	-0,1	0,5	0,8	1,8
Arbeitslosenquote	3,1	2,8	2,6	2,5
Leistungsbilanzsaldo	3,7	3,9	4,1	4,6
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo	-5,0	-4,8	-4,4	-3,6

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

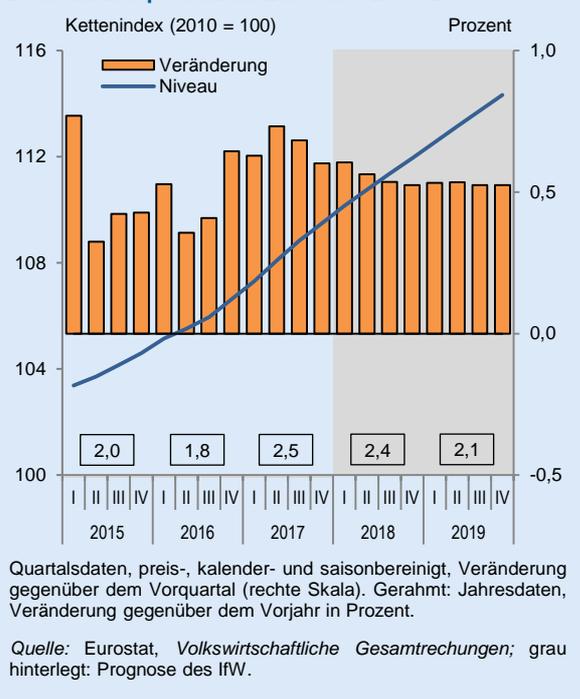
Quelle: Cabinet Office, *National Accounts*; OECD, *Main Economic Indicators*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des Ifw.

Schwungvolle Expansion in der Europäischen Union

Die Konjunktur im Euroraum expandiert lebhaft.⁹ Der Aufschwung im Euroraum gewann im Jahr 2017 deutlich an Dynamik (Abbildung 16). Im gesamten Jahresverlauf legte das Bruttoinlandsprodukt mit Raten zu, die deutlich oberhalb des Potenzialwachstums liegen, so dass nach gängigen Schätzungen inzwischen die Normalauslastung überschritten ist. Eine wichtige Triebkraft für die Konjunktur waren die Exporte, die im Verlauf des Jahres deutlich an Fahrt gewannen. Die Investitionen blieben in der Grundtendenz spürbar aufwärts gerichtet, während sich die Zuwächse beim privaten Konsum im Jahresverlauf etwas abgeschwächt haben. Der Aufschwung hat inzwischen alle Länder erfasst, auch die Wirtschaft Griechenlands expandiert nach Jahren der Krise inzwischen wieder merklich. Unter den größeren Ländern haben sich die Auftriebskräfte in Frankreich erheblich verstärkt, und sie sind dank kräftiger Impulse aus dem Auslandsgeschäft inzwischen auch in Italien spürbar. In Spanien blieb die Konjunktur auch zuletzt trotz der politischen Probleme in Katalonien kräftig. Die Arbeitslosenquote geht im Euroraum weiter stetig zurück, sie lag zuletzt bei 8,6 Prozent (Januar). Der Verbraucherpreisanstieg hat sich zuletzt ungeachtet des fortgesetzten Aufschwungs der Konjunktur wieder etwas verringert, was freilich darauf zurückzuführen ist, dass sich der Vorjahresabstand bei den Energiepreisen verringert hat, ein bei unserer Ölpreisannahme vorübergehender Effekt. Die Kernrate der Inflation verharrte in den vergangenen Monaten bei 1,2 Prozent und lag damit weiterhin deutlich unterhalb des kommunizierten Inflationsziels von knapp 2 Prozent. Da trotz der zunehmenden Kapazitätsauslastung mit einem raschen Anstieg des zugrunde liegenden Preisauftriebs nicht zu rechnen ist, auch weil die Aufwertung des Euro die Inflation dämpft, ist zu erwarten, dass die europäische Zentralbank ihren geldpolitischen Expansionsgrad nur sehr langsam zurücknehmen wird.

⁹ Für eine ausführliche Analyse der Konjunktur im Euroraum siehe (Boysen-Hogrefe et al. 2018).

Abbildung 16:
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 2015–2019



Im Prognosezeitraum wird sich die Expansion im Euroraum allmählich verlangsamen.

Frühindikatoren signalisieren eine zu Jahresbeginn weiterhin lebhaft Konjunktur. Wir rechnen damit, dass das Expansionstempo im weiteren Verlauf des Jahres etwas nachlassen wird, da die außenwirtschaftlichen Impulse auch wechselkursbedingt etwas geringer werden dürften und in einigen Ländern zunehmend Kapazitätsengpässe den Produktionsanstieg bremsen werden. Die Konjunktur bleibt aber aufwärts gerichtet. Sie wird auf absehbare Zeit weiter durch niedrige Zinsen unterstützt, und die Finanzpolitik wird im Prognosezeitraum insgesamt wohl auch expansiv ausgerichtet sein. Vor allem die lange Zeit recht verhaltene Investitionstätigkeit dürfte weiter zunehmen, sofern nicht neue Zweifel an der Stabilität und dem Zusammenhalt der Währungsunion aufkommen. Der Rückgang der Arbeitslosigkeit setzt sich fort, so dass bei allmählich etwas schneller steigenden Löhnen die Arbeitseinkommen stärker steigen und den Konsum stützen. Das Bruttoinlandsprodukt im Euroraum wird im laufenden Jahr voraussichtlich mit 2,4 Prozent ähnlich stark expandieren wie im vergangenen Jahr (2,5 Prozent), im Jahr 2019 dürfte der Produktionsanstieg mit 2,1 Prozent zwar etwas

schwächer, aber gemessen am Potenzialwachstum immer noch kräftig sein. Für die Verbraucherpreise rechnen wir sowohl für das laufende als auch das kommende Jahr mit einer wenig veränderten Zuwachsrate von rund 1,5 Prozent. Dahinter verbirgt sich ein Anstieg der Kernrate der Inflation im Jahr 2019 auf eine ähnliche Rate, die damit zwar näher, aber immer noch merklich unter dem Zentralbankziel liegen wird.

Tabelle 7:
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2016–2019

	2016	2017	2018	2019
Bruttoinlandsprodukt	1,8	2,5	2,4	2,1
Inländische Verwendung	2,4	1,9	1,9	2,2
Private Konsumausgaben	1,9	1,7	1,6	1,8
Konsumausgaben des Staates	1,8	1,2	1,6	1,6
Anlageinvestitionen	4,5	3,1	3,8	3,8
Vorratsveränderungen	-0,1	0,0	-0,1	-0,0
Außenbeitrag	-0,5	0,6	0,5	0,0
Exporte	3,4	5,3	5,6	4,5
Importe	4,8	4,3	4,9	4,8
Verbraucherpreise	0,2	1,5	1,5	1,6
Arbeitslosenquote	10,0	9,1	8,4	7,8
Leistungsbilanzsaldo	3,4	3,5	3,1	2,7
Budgetsaldo	-1,5	-1,1	-1,0	-0,9

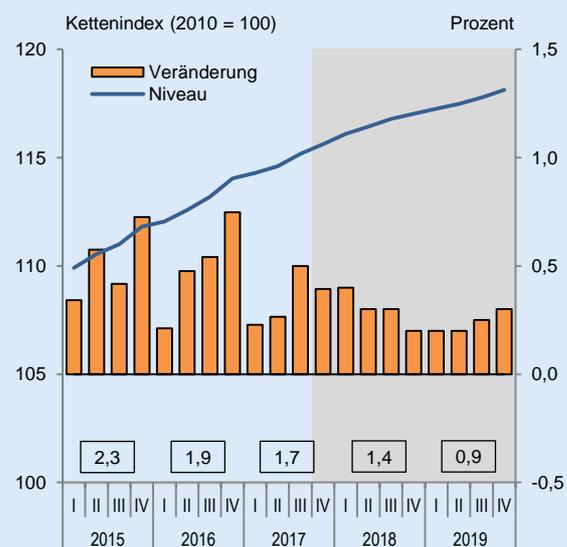
Prozent. Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr. Vorratsveränderungen, Außenbeitrag: Lundberg-Komponente. Verbraucherpreise: harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI); Veränderung gegenüber dem Vorjahr. Arbeitslosenquote: in Relation zu den Erwerbspersonen. Budgetsaldo: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

Quelle: Eurostat; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

Die Konjunktur im Vereinigten Königreich wird durch die Auswirkungen des anstehenden Brexits gebremst.

Im Vergleich zur Entwicklung in der übrigen Europäischen Union legte die Produktion im Vereinigten Königreich im vergangenen Jahr mit 1,7 Prozent nur verhalten zu (Abbildung 17). Wesentlich für die relativ schwache Expansion dürften negative Auswirkungen der Entscheidung für ein Verlassen der Europäischen Union (Brexit) im März 2019 sein. In der Folge wertete das Pfund Sterling stark ab, was die Inflation erhöhte und über eine geschwächte Kaufkraft der privaten Haushalte den Konsumanstieg bremste, der zuvor die wesentliche Triebkraft der Expansion gewesen war. Zwar wurden die Exporte durch die Abwertung gefördert, dies erwies sich aber als vorübergehend; zuletzt nahm die Ausfuhr

Abbildung 17:
Bruttoinlandsprodukt im Vereinigten Königreich 2015–2019



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.

trotz der guten Konjunktur im Ausland nicht mehr zu. Die Unternehmensinvestitionen haben erheblich an Schwung verloren, was nicht zuletzt auf die von der Brexit-Entscheidung verursachte zusätzliche Unsicherheit zurückzuführen sein dürfte. Im vierten Quartal stagnierten sie. Eine rasche Klärung der institutionellen Ausgestaltung des Brexit und insbesondere der zukünftigen Beziehungen zur EU ist nicht zu erwarten, so dass die Unsicherheit im Prognosezeitraum bestehen bleiben wird.¹⁰ Geld- und Finanzpolitik sind bemüht, die wirtschaftliche Expansion zu stützen. Die Notenbank hat zwar im November ihren Leitzins von 0,25 auf 0,5 Prozent erhöht, das Niveau, das vor der Brexit-Entscheidung im Sommer 2016 bestanden hatte. Damit ist das Zinsniveau aber weiterhin sehr niedrig, insbesondere wenn man die Höhe

¹⁰ Die am 19. März 2018 gemeldete Einigung der britischen Regierung mit der Europäischen Kommission auf eine Übergangszeit bis zum Ende des Jahres 2020, in der die Regeln der EU weitergelten, reduziert das Risiko, dass es zu einem ungeordneten Austritt des Vereinigten Königreichs aus dem europäischen Wirtschaftsraum kommt und bedeutet ein Aufwärtsrisiko für unsere Prognose für die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts des Vereinigten Königreichs im Jahr 2019.

der Inflation von gegenwärtig rund 3 Prozent bedenkt. Zusätzliche Zinsschritte erwarten wir nicht, solange die Unsicherheit über die zukünftigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen die Konjunktur dämpft. Die Finanzpolitik ist von ihrem Ziel eines Budgetausgleichs bis zum Haushaltsjahr 2019/20 abgerückt und wird im Prognosezeitraum die Nettokreditaufnahme wohl allenfalls leicht verringern. Alles in allem rechnen wir damit, dass sich der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts in diesem Jahr von 1,7 Prozent auf 1,4 Prozent verringert und im kommenden Jahr auf weiter auf 0,9 Prozent sinken wird (Tabelle 8).

Tabelle 8:
Eckdaten zur Konjunktur im Vereinigten Königreich 2016–2019

	2016	2017	2018	2019
Bruttoinlandsprodukt	1,9	1,7	1,4	0,9
Inländische Verwendung	2,2	1,2	1,1	0,7
Private Konsumausgaben	3,1	1,8	1,2	1,1
Konsumausgaben des Staates	0,8	0,3	0,7	0,8
Anlageinvestitionen	1,8	3,9	1,0	-0,2
Vorratsveränderungen	-0,2	-0,4	0,0	0,0
Außenbeitrag	-0,8	0,4	0,2	0,2
Exporte	2,3	5,0	2,5	2,0
Importe	4,8	3,5	1,6	1,3
Verbraucherpreise	0,7	2,6	2,5	2,2
Arbeitslosenquote	4,8	4,4	4,3	4,4
Leistungsbilanzsaldo	-7,9	-6,3	-5,7	-5,5
Budgetsaldo	-3,3	-3,1	-3,0	-2,9

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

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

In den übrigen Ländern der EU schwächt sich die zuletzt sehr starke konjunkturelle Expansion allmählich ab. Im Verlauf des Jahres 2017 wurde die Produktion in den EU-Ländern außerhalb des Euroraums sehr kräftig ausgeweitet. Insbesondere in den Ländern Mittel- und Osteuropas legte das Bruttoinlandsprodukt stark zu. Hierzu trug bei, dass sich die Investitionen belebten, die in einigen Ländern im vergangenen Jahr zeitweise darunter gelitten hatten, dass es im Zusammenhang mit dem

Tabelle 9:
Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den EU-Ländern 2017–2019

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Deutschland ^a	20,6	2,5	2,5	2,4	1,7	1,6	1,8	3,8	3,5	3,2
Frankreich	14,8	2,0	2,2	2,0	1,2	1,4	1,6	9,4	8,7	8,1
Italien	11,1	1,5	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2	11,2	10,8	10,3
Spanien	7,4	3,1	2,8	2,0	2,0	1,5	1,7	17,2	15,8	14,9
Niederlande	4,6	3,2	2,9	2,2	1,3	1,6	1,7	4,9	3,9	3,1
Belgien	2,8	1,7	1,8	1,7	2,2	1,8	1,8	7,2	6,4	6,0
Österreich	2,3	3,1	2,9	2,2	2,2	2,1	2,2	5,5	5,2	4,9
Irland	1,7	7,3	7,2	4,1	0,4	0,4	1,1	6,7	5,3	4,5
Finnland	1,4	3,0	2,4	2,3	0,8	1,1	1,3	8,6	8,4	8,3
Portugal	1,2	2,7	2,1	1,8	1,6	1,3	1,5	9,0	7,4	6,3
Griechenland	1,2	1,3	2,0	2,6	1,1	0,8	1,1	21,5	19,8	18,0
Slowakei	0,5	3,4	4,0	3,9	1,4	2,4	2,7	8,1	6,5	5,4
Luxemburg	0,4	2,9	3,8	3,2	2,1	1,6	2,0	5,6	5,3	5,0
Slowenien	0,3	5,4	5,0	3,5	1,6	1,8	2,1	6,8	5,5	4,5
Litauen	0,3	3,8	4,1	3,8	3,7	3,6	3,9	7,1	6,7	6,3
Lettland	0,2	5,0	4,3	4,0	2,9	2,3	3,0	8,7	7,9	7,1
Estland	0,1	4,8	4,8	3,7	3,7	3,6	3,9	5,8	5,2	4,8
Zypern	0,1	3,9	4,1	3,3	0,7	0,1	1,0	11,1	9,1	7,6
Malta	0,1	6,6	4,5	3,8	1,3	1,4	2,0	4,0	3,2	2,7
Vereinigtes Königreich	17,5	1,7	1,4	0,9	2,6	2,5	2,2	4,4	4,3	4,4
Schweden	3,0	2,7	2,6	1,9	1,8	1,8	2,0	6,7	6,4	6,3
Polen	2,9	4,5	3,4	2,9	1,5	1,4	2,5	4,9	4,2	3,8
Dänemark	1,8	2,0	1,8	1,5	1,0	0,8	1,3	5,7	5,0	4,5
Tschechien	1,1	4,5	3,5	2,7	2,5	2,5	3,3	2,9	2,2	1,8
Rumänien	1,1	6,8	5,3	4,1	0,8	3,3	3,0	4,9	4,3	4,0
Ungarn	0,7	4,0	3,1	2,7	2,2	2,3	2,7	4,2	3,7	3,4
Bulgarien	0,3	3,8	3,5	3,2	1,0	1,7	2,3	6,3	5,6	5,0
Kroatien	0,3	3,4	3,2	2,8	1,2	1,5	2,0	11,1	8,8	7,4
Europäische Union	100,0	2,5	2,4	2,0	1,8	1,7	1,9	8,0	7,4	6,9
<i>Nachrichtlich:</i>										
Europäische Union 15	91,9	2,3	2,2	1,9	1,7	1,6	1,7	8,2	7,6	7,2
Beitrittsländer	8,1	4,5	3,7	3,1	1,6	2,1	2,7	7,2	6,1	5,5
Euroraum	71,2	2,5	2,4	2,1	1,5	1,5	1,6	9,1	8,4	7,8
Euroraum ohne Deutschland	50,5	2,5	2,4	2,0	1,5	1,4	1,6	11,0	10,1	9,4

Prozent. Gewicht: auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2016. Bruttoinlandsprodukt: preis- und kalenderbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr. Verbraucherpreise: Veränderung gegenüber dem Vorjahr, harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). Arbeitslosenquote: standardisiert nach dem ILO-Konzept, Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbersonenzahl von 2014. Beitrittsländer seit 2004. ^aZahlen weichen von denen im Deutschland-Konjunkturbericht ab, in dem die Zuwachsraten für das Bruttoinlandsprodukt in der Regel nicht kalenderbereinigt und Verbraucherpreise gemäß VPI-Abgrenzung (statt HVPI) ausgewiesen werden; außerdem bezieht sich die ILO-Erbeitslosenquote auf die Erwerbersonen gemäß Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (statt auf die Erwerbersonen gemäß Mikrozensus).

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

Übergang zu einem neuen mehrjährigen EU-Budget zu Finanzierungsproblemen gekommen war. Nicht zuletzt haben aber erhebliche Lohnanhebungen dazu geführt, dass die Realeinkommen trotz allmählich anziehender Inflation deutlich stiegen und der private Konsum kräftig zunahm. Die konjunkturellen Aussichten sind weiter günstig, zumal die Auslandsnachfrage infolge der guten Konjunktur im Euroraum und in der übrigen Welt weiter Impulse geben wird. Allerdings sind in einer Reihe von Ländern die Arbeitslosenquoten inzwischen auf sehr niedriges Niveau gesunken, so dass die Produktion

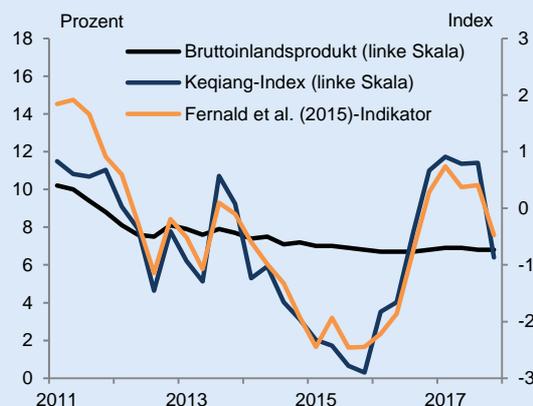
zunehmend an Kapazitätsgrenzen stoßen dürfte, und das gegenwärtige Expansionstempo nicht über längere Zeit aufrecht erhalten werden kann. Daher rechnen wir für den Prognosezeitraum mit allmählich abnehmenden Expansionsraten bei der Produktion und einem deutlichen Anstieg der Inflation, die in dieser Ländergruppe in den vergangenen Jahren ausgesprochen niedrig war (Tabelle 9).

Konjunktur in China schwächt sich ab

Im Verlauf des vergangenen Jahr hat die chinesische Konjunktur an Schwung verloren. Die amtliche Statistik verzeichnete für das Bruttoinlandsprodukt mit 6,9 Prozent im Jahr 2017 insgesamt einen etwas schnelleren Anstieg als im Vorjahr (6,7 Prozent). Im Verlauf des Jahres schwächte sich die Expansionsdynamik aber anscheinend ab. In den vierteljährlichen Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts im Vorjahresvergleich kommt dies zwar kaum zum Ausdruck. Die amtliche Statistik scheint aber die konjunkturellen Schwankungen zu unterzeichnen. Alternative Aktivitätsmaße, die auch in der Vergangenheit stärkere – und mit der statistischen wie der anekdotischen Evidenz häufiger besser im Einklang stehende – Fluktuationen der wirtschaftlichen Aktivität anzeigten als die offiziellen Zahlen zum Bruttoinlandsprodukt (Gern und Hauber 2015), deuten auf eine spürbare Verlangsamung der Expansionsdynamik hin (Abbildung 18). Die Verlangsamung der Konjunktur in der zweiten Jahreshälfte steht im Zusammenhang mit einer restriktiveren Geldpolitik: Die Geldmarktzinsen wurden im Verlauf des vergangenen Jahres mehrmals angehoben, zuletzt im Dezember. Wichtiger sind indes andere Maßnahmen zur Beeinflussung monetären Rahmenbedingungen. So haben strengere Vorschriften zur Vergabe von Immobilienkrediten zu einer Verlangsamung der Immobilienpreisinflation in Tier-1-Städten beigetragen, was sich dämpfend auf die Aktivität im Baugewerbe und den immobiliennahen Dienstleistungen ausgewirkt haben dürfte.

Der Preisauftrieb bleibt in der Grundtendenz moderat. Zwar legten die Verbraucherpreise im Februar mit 2,9 Prozent im Vergleich zum Vorjahr erstaunlich stark zu (im Januar hatte die Inflationsrate noch 1,5 Prozent betragen). Der sprunghafte Anstieg war aber vor allem auf höhere Lebensmittelpreise zurückzuführen und signalisiert keine nachhaltige Beschleunigung der Inflationsdynamik. Hierfür spricht auch, dass die Produzentenpreise gemessen an der Vorjahresrate zuletzt langsamer stiegen als noch vor wenigen Monaten.

Abbildung 18:
China: BIP und alternative Aktivitätsmaße 2011–2017

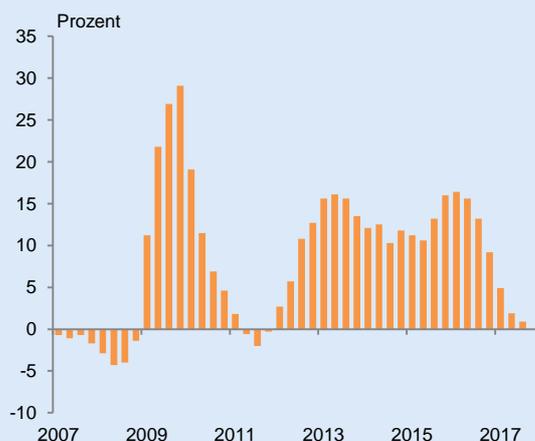


Quartalsdaten. Bruttoinlandsprodukt: Veränderung gegenüber dem Vorjahr. Keqiang-Index: arithmetisches Mittel des Zuwachses von Krediten, der Frachtkargoraten sowie des Stromverbrauchs. Fernald et al. (2015)-Indikator: erste Hauptkomponente der Vorjahresraten der Stromerzeugung, Einzelhandelsumsätze, des Schienenfrachtverkehrs und der Rohmaterialpreise (zur Auswahl der Variablen, vgl. Fernald et al. (2015). *Is China Fudging its Figures? Evidence from Trading Partner Data*. Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 2015-12).

Quelle: National Bureau of Statistics; People's Bank of China; eigene Berechnungen.

Die Risiken, die mit der starken Zunahme der Verschuldung des Privatsektors einhergehen, bleiben bestehen. Die Verschuldung des Privatsektors ist in den vergangenen Jahren dramatisch gestiegen und auch im internationalen Vergleich ausgesprochen hoch. Zwar hat sich der Anstieg des Schuldenstands im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung in den vergangenen Quartalen stark verlangsamt (Abbildung 19), vor allem infolge eines wieder stärker expandierenden nominalen Bruttoinlandsprodukts und weniger als Folge einer Reduktion des Bestands an Schulden („deleveraging“). Zwar ist eine gegebene nominale Schuldenlast bei höheren Einkommen tendenziell tragfähiger, doch bleibt das Niveau der Privatverschuldung mit über 200 Prozent der Wirtschaftsleistung hoch und das Risiko von Verwerfungen an den Finanzmärkten und einem damit verbundenen Konjunkturreinbruch (sog. „harte Landung“) besteht nach wie vor. Dies hätte auch bedeutende Auswirkungen auf die Weltwirtschaft (Gern et al. 2015).

Abbildung 19:
China: Veränderung der Verschuldung im privaten Sektor 2007–2017



Im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung. Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich.

Das Bruttoinlandsprodukt dürfte im Prognosezeitraum langsamer steigen als zuletzt.

Die bereits eingeleitete geldpolitische Wende wie auch die Maßnahmen zur Eindämmung von Überhitzungserscheinungen am Immobilienmarkt deuten darauf hin, dass die stabilitätspolitischen Ziele derzeit höhere Priorität genießen als in den vergangenen beiden Jahren, als die Regierung mit einer expansiveren Wirtschaftspolitik bemüht war, die Konjunktur anzuregen. Dies ist auch im Einklang mit dem Bestreben der Regierung, den Strukturwandel der chinesischen Volkswirtschaft hin zu wertschöpfungsintensiverer Industrie und Dienstleistungen voranzutreiben. Gestützt wird diese Einschätzung auch durch die jüngst beschlossene Senkung des Expansionsziels für die gesamtwirtschaftliche Produktion auf 6,5 Prozent. Wir rechnen damit, dass das Ziel in diesem Jahr eingehalten wird; im kommenden Jahr dürfte der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts auf 6,1 Prozent zurückgehen.

Wieder stärkerer Produktionsanstieg in Indien

Die indische Wirtschaft expandiert nach dem durch wirtschaftspolitische Schocks verursachten Einbruch wieder kräftig. Im vergangenen Jahr wurde die wirtschaftliche

Aktivität in Indien durch die Folgen von zwei Reformprojekten vorübergehend deutlich gebremst, die implementiert worden waren, um das Wachstumspotenzial zu erhöhen. Beide Maßnahmen zielen darauf, den informellen Sektor zurückzudrängen, um auf diese Weise das Produktivitätswachstum und die Steuerbasis zu steigern. Um den Jahreswechsel 2016/17 wurde eine Bargeldreform durchgeführt, die vorübergehend die umlaufende Geldmenge drastisch reduzierte und die wirtschaftliche Aktivität erheblich beeinträchtigte. Im zweiten Quartal führte offenbar die Einführung einer landesweiten Mehrwertsteuer zu Irritationen bei den wirtschaftlichen Akteuren und dämpfte die Produktion. In der zweiten Jahreshälfte 2017 zog die gesamtwirtschaftliche Produktion aber wieder an, so dass sich die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts im Vergleich zum Vorjahr, die im zweiten Quartal auf 5,7 Prozent gefallen war, im vierten Quartal wieder auf 7,4 Prozent belief. Für dieses Jahr rechnen wir mit einem Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion in ähnlicher Größenordnung, im kommenden Jahr dürfte sich die Expansion noch etwas beschleunigen.

ASEAN: Expansion bleibt kräftig

Die wirtschaftliche Expansion in den ASEAN-4-Staaten hat sich im vergangenen Jahr beschleunigt. Die gesamtwirtschaftliche Produktion nahm um 5,2 Prozent zu – der stärkste Anstieg seit sechs Jahren. Wesentliche Anregungen kamen von der Auslandskonjunktur und der Belebung des Welthandels. Der private Verbrauch wurde gestützt durch hohe Realeinkommenssteigerungen, zudem sind staatliche Infrastrukturprojekte Triebkräfte die Konjunktur. Am aktuellen Rand zeichnen Stimmungskennzeichen indes ein gemischtes Bild: Während die Nikkei-Einkaufsmanagerindizes in Indonesien und Thailand nach oben tendierten, verzeichneten die Indikatoren für Malaysia und die Philippinen seit Ende des vergangenen Jahres Rückgänge.

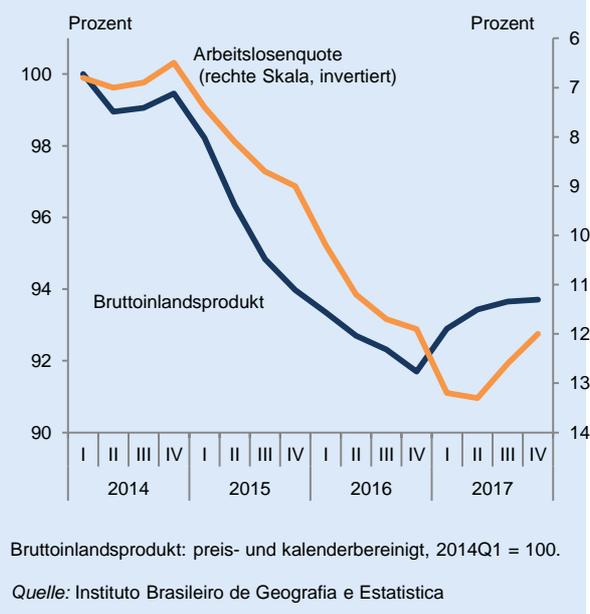
Im Prognosezeitraum dürfte die Konjunktur jedoch wieder an Schwung verlieren. Wir damit, dass sich die wirtschaftliche Expansion in diesem und im kommenden Jahr leicht verlangsamt. Zum einen dürfte die Konjunktur

wichtiger Handelspartner – allen voran China – etwas weniger dynamisch verlaufen. Zum anderen hat sich das Potenzialwachstum in den Ländern der Region selbst wohl nachhaltig verringert (ADB 2017), so dass so hohe Zuwachsraten, wie sie noch vor der Globalen Finanzkrise beobachtet wurden, nicht mehr zu erwarten sind. Hinzu kommt, dass die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich insbesondere für Indonesien, Malaysia und Thailand steigende Schuldendienstquoten des Privatsektors ausweist. Die günstigen Finanzierungsbedingungen seit dem Jahr 2010 sind in einigen Ländern von den privaten Haushalten dazu genutzt worden, die Verschuldung erheblich auszuweiten. Dies kann sich nicht dauerhaft fortsetzen und dürfte – zumal bei allmählich wieder strikteren geldpolitischen Rahmenbedingungen – mittelfristig die binnenwirtschaftliche Dynamik dämpfen.

Konjunktur in Lateinamerika legt zu

Brasilien hat im vergangenen Jahr die Rezession überwunden. Nachdem die gesamtwirtschaftliche Aktivität in Brasilien drei Jahre in Folge rückläufig gewesen war, expandierte das Bruttoinlandsprodukt im vergangenen Jahr um 1 Prozent. Im Zuge der Erholung ging die Arbeitslosigkeit deutlich zurück (Abbildung 20). Vor allem im ersten Quartal des vergangenen Jahres war der Produktionsanstieg sehr kräftig, wobei dies insbesondere auf die Ausfuhren zurückzuführen war (Zuwachsrate von knapp sechs Prozent gegenüber dem Vorquartal). Im weiteren Jahresverlauf schwächten sich die Produktionszuwächse jedoch merklich ab, im vierten Quartal war lediglich ein Anstieg von 0,1 Prozent zu verzeichnen. Dieses Profil der Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts steht allerdings im Widerspruch zu der anhaltend starken Ausweitung der Industrieproduktion und der Einzelhandelsumsätze. Auch die Stimmungskennzeichen deuten nicht darauf hin, dass die konjunkturelle Grundtendenz am aktuellen Rand nachgelassen hat.

Abbildung 20:
Bruttoinlandsprodukt und Arbeitslosenquote in Brasilien 2014–2017



Die Inflation ist vielerorts sehr niedrig und erhöht den geldpolitischen Spielraum. In Brasilien, Peru und Chile liegen die Teuerungs-raten derzeit am unteren Rand des jeweiligen Zielkorridors der Zentralbanken. So wurden im vergangenen Jahr die Leitzinsen verbreitet gesenkt. In Brasilien sind sie inzwischen auf das historisch niedrigste Niveau reduziert. So wird die Konjunktur in diesen Ländern von monetärer Seite gestützt. Eine Ausnahme ist Mexiko, wo die Geldpolitik zuletzt gestrafft wurde, nachdem die Inflation vor allem benzinspreisbedingt auf ein Mehrjahreshoch gestiegen war.

Im Prognosezeitraum dürfte die Aktivität in der Region insgesamt etwas schneller zunehmen als zuletzt. Vor dem Hintergrund einer dynamischen Weltwirtschaft und moderat steigender Rohstoffpreise rechnen wir mit einer weiteren Beschleunigung der Konjunktur in Lateinamerika. Nachdem die gesamtwirtschaftliche Produktion der Region im vergangenen Jahr um 1,4 Prozent gestiegen war, dürfte sie 2018 um 1,9 Prozent und 2019 um 2,3 Prozent zunehmen. Risiken bestehen vor allem in der Handelspolitik der Vereinigten Staaten, sind diese doch ein wichtiger Handelspartner der Region. So gehört Brasilien zu den von den Zöllen auf Stahl und Aluminium am stärksten betroffenen Ländern. Für die mexikanische

Wirtschaft hätte eine Aufkündigung oder substantielle Einschränkungen des Nordamerikanischen Freihandelsabkommens gravierende Folgen.

Moderate Expansion in Russland

Die wirtschaftliche Erholung in Russland setzt sich fort, entfaltet aber keine große Dynamik. Im zweiten Halbjahr 2017 ist die gesamtwirtschaftliche Produktion zwar weiter gestiegen, sie hat aber nicht an Schwung gewonnen. Während das Bruttoinlandsprodukt sein Vorjahresniveau im zweiten Quartal um 2,5 Prozent übertroffen hatte, lag es im dritten und wohl auch im vierten Quartal um weniger als 2 Prozent darüber.¹¹ Im Jahresdurchschnitt erhöhte sich das Bruttoinlandsprodukt nach vorläufigen Schätzungen um 1,5 Prozent. Die Industrieproduktion schrumpfte gegen Jahresende offenbar sogar. Frühindikatoren zeigen ein gemischtes Bild. Während der Einkaufsmanagerindex im Verarbeitenden Gewerbe zu Beginn dieses Jahres deutlich gesunken ist und nur noch knapp über der Expansionsschwelle lag, erhöhte sich der entsprechende Index für den Dienstleistungssektor weiter und notiert nahe an den historischen Höchstständen. Der private Konsum wird dadurch gestützt, dass die Inflation, die im Jahr 2016 noch zweistellig war, drastisch gesunken ist. Zuletzt lag sie bei 2,2 Prozent und damit deutlich unter der Zielmarke

der Notenbank von 4 Prozent. Diese Entwicklung wurde begünstigt durch die Aufwertung des Rubel, der gegenüber dem US-Dollar seit Februar 2016, als er ein historisches Tief erreicht hatte, um rund 30 Prozent aufgewertet hat. Vor diesem Hintergrund hat die russische Notenbank ihren Leitzins weiter gesenkt, zuletzt im Februar auf 7,5 Prozent. Wir erwarten, dass in den kommenden Monaten eine weitere Lockerung der Geldpolitik erfolgt. Allerdings wird auch dies nicht dazu führen, dass sich die russische Wirtschaft dynamisch erholt. Zwar gibt es finanzielle Spielräume für die russische Regierung, sofern der Ölpreis, wie von uns erwartet, deutlich über dem liegt, der der Budgetplanung zugrunde gelegt wurde. Damit dürfte die Finanzpolitik wohl weniger restriktiv ausgerichtet sein, als bisher vorgesehen war. Nach wie vor ist die Politik der Regierung aber nicht geeignet, das Vertrauen der Investoren, insbesondere auch aus dem Ausland, zu gewinnen, die notwendig dafür sind, um bei dem schrumpfenden Arbeitskräftepotenzial für ein nachhaltiges kräftiges Wachstum zu sorgen. Alles in allem erwarten wir, dass das russische Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr um 1,8 Prozent und im Jahr 2019 um 1,5 Prozent zulegen wird.

¹¹ Saisonbereinigte preisbereinigte Quartalszahlen für die russische Wirtschaftsleistung sind nicht verfügbar.

Literatur

- ADB (Asian Development Bank) (2017). *Asian Development Outlook*. Manila.
- Becker, J., und J. Englisch (2017). Trumps Steuerpläne. *ifo-Schnelldienst* 70 (12): 22–25.
- Boysen-Hogrefe, J., S. Fiedler, D. Groll, S. Kooths und U. Stolzenburg (2018). Wirtschaft im Euroraum überschreitet Normalauslastung. *Kieler Konjunkturberichte* 40 (2018|Q1). Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Boz, E., G. Gopinath und M. Plagborg-Møller (2017). *Global Trade and the Dollar*. NBER Working Paper 23988. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- Deutsche Bundesbank (2018). *Monatsbericht*. Februar. Frankfurt am Main.
- Fiedler, S., S. Kooths und U. Stolzenburg (2017). Extending QE: Additional risks for financial stability? In-Depth Analysis for the European Parliament. Via Internet (15. März 2018) <http://www.europarl.europa.eu/cmsdata/116967/COMPILATION_Feb%202017_TOPIC_1_FINAL_online.pdf>.
- FRBSF (Federal Reserve Bank of San Francisco) (2018). Fed Views, 08.03.2018.
- Gern, K.-J. (2016). Zur Entscheidung der OPEC, erneut Förderquoten einzuführen und die Ölproduktion zu reduzieren. IfW-Box 2016.26. Via Internet (15. März 2018) <https://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/prognosezentrum/konjunkt/ifw-box/2016/box_2016-26_opec_foerderquoten.pdf>.
- Gern, K.-J., und P. Hauber (2017). Zum Zusammenhang zwischen Konjunktur und Inflation in den Vereinigten Staaten – eine disaggregierte Betrachtung. IfW-Box 2017.22. Via Internet (15. März 2018) <https://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/prognosezentrum/konjunkt/ifw-box/2017/box_2017-22_inflation_usa.pdf>.
- Gern, K.-J., und P. Hauber (2015). Konjunktur in China: Quo vadis? *Wirtschaftsdienst* 95 (8): 575-576.
- Gern, K.-J., P. Hauber und G. Potjagailo (2015). Zu den globalen Auswirkungen einer harten Landung der Konjunktur in China. IfW-Box 2015.12. Via Internet (15. März 2015) <https://www.ifw-kiel.de/wirtschaftspolitik/prognosezentrum/konjunkt/ifw-box/2015/box_2015-12_konjunktur_china.pdf>.
- Gern, K.-J., P. Hauber, S. Kooths, G. Potjagailo und U. Stolzenburg (2017). Weltwirtschaft im Aufschwung. *Kieler Konjunkturberichte* 33 (2017|Q3). Institut für Weltwirtschaft, Kiel. Via Internet (15. März 2018) <https://www.ifw-kiel.de/pub/kieler-konjunkturberichte/2017/kkb_33_2017-q3_welt_de.pdf>.
- International Energy Agency (2018a). *Monthly Oil Market Report*. Februar. Paris.
- International Energy Agency (2018b). *Oil 2018. Analysis and Forecasts to 2023*. März. Paris.
- IWF (Internationaler Währungsfonds) (2018). *World Economic Outlook Update*. Januar. Washington, D.C.