



# *Kieler* **Diskussionsbeiträge**



## **Weltkonjunktur im Herbst 2013**

**Nr. 526/527 | Oktober 2013**

**Institut für Weltwirtschaft Kiel**

**Web: [www.ifw-kiel.de](http://www.ifw-kiel.de)**

KIELER DISKUSSIONSBEITRÄGE

Herausgegeben vom Institut für Weltwirtschaft

24100 Kiel

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

Schriftleitung:

Prof. Dr. Harmen Lehment

Tel: +49/431/8814-232; E-Mail: [harmen.lehment@ifw-kiel.de](mailto:harmen.lehment@ifw-kiel.de)

ISSN 0455-0420

© Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel 2013.

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

# Inhalt

---

Expansion der Weltwirtschaft bleibt moderat 3

*Klaus-Jürgen Gern, Nils Jannsen, Martin Plödt, Björn van Roye und Joachim Scheide*

Kasten 1: Ist die Arbeitslosenquote ein guter Anker für die „forward guidance“  
der Federal Reserve? 19

Die Konjunktur im Euroraum belebt sich 34

*Jens Boysen-Hogrefe, Dominik Groll, Nils Jannsen, Stefan Kooths, Björn van Roye, Joachim Scheide und Tim Schwarzmüller*

Kasten 1: Zur Frage eines Schuldenschnitts für Griechenland 42



# Expansion der Weltwirtschaft bleibt moderat

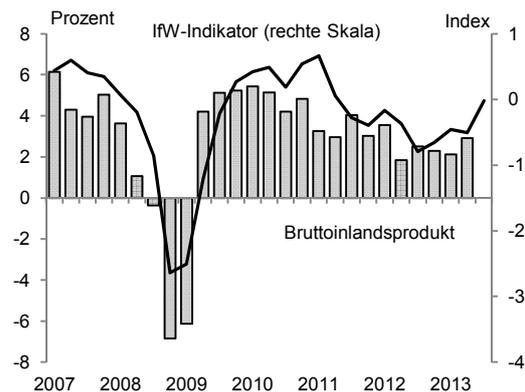
Klaus-Jürgen Gern, Nils Jannsen, Martin Plödt, Björn van Roye und Joachim Scheide

## Zusammenfassung:

Die weltwirtschaftliche Dynamik hat in den Sommermonaten etwas zugenommen. Vor allem in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften haben sich die Perspektiven aufgehellt. In den Schwellenländern bleiben die Aussichten hingegen gedämpft. Die Ankündigung der US-Notenbank, ihre Anleihekäufe in absehbarer Zeit zu reduzieren, führte dazu, dass eine Reihe von Schwellenländern durch einen schlagartigen Abzug von Portfoliokapital unter Druck geraten ist. So rechnen wir damit, dass der Anstieg des globalen Bruttoinlandsprodukts trotz allmählicher Erholung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften auch im kommenden Jahr mit 3,8 Prozent mäßig bleibt. Für 2013 rechnen wir unverändert mit einem Anstieg der Weltproduktion um 3,1 Prozent. Damit haben wir unsere Prognose für dieses und das nächste Jahr um jeweils 0,1 Prozentpunkte reduziert.

Die Weltwirtschaft hat sich in den Sommermonaten leicht belebt. Im zweiten Quartal 2013 nahm die globale Produktion merklich rascher zu als zu Jahresbeginn (Abbildung 1). Mit einer laufenden Jahresrate von rund 3 Prozent blieb die Zuwachsrate allerdings mäßig, auch wenn man berücksichtigt, dass das Potenzialwachstum inzwischen wohl deutlich niedriger ist als vor der Finanzkrise. Insbesondere in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften hat sich die Situation verbessert. So hat sich die Expansion in den Vereinigten Staaten trotz des Gegenwindes von der Finanzpolitik wieder beschleunigt, in Japan hat sich die konjunkturelle Erholung dank kräftiger wirtschaftspolitischer Impulse fortgesetzt, und im Euroraum ist die Rezession nach fast zwei Jahren zu Ende gegangen, auch wenn die Krise im Euroraum damit noch nicht überwunden ist. Im Gegensatz dazu blieb die wirtschaftliche Expansion in den Schwellenländern gedämpft. Zwar hat sich die Konjunktur in China offenbar wieder gefangen, zuletzt gerieten aber mehrere der anderen aufstrebenden Volkswirtschaften vonseiten der Finanzmärkte unter Druck, der teilweise krisenhafte Ausmaße annahm.

Abbildung 1:  
Weltwirtschaftliche Aktivität 2007–2013



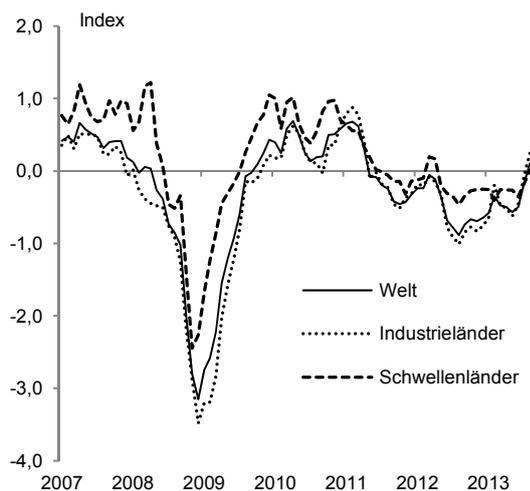
Quartalsdaten; saisonbereinigt; Indikator berechnet auf Basis von Stimmungsindikatoren aus 42 Ländern; Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate; 3. Quartal 2013 teilweise geschätzt.

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

## Expansion der Weltwirtschaft bleibt moderat

Die unterschiedliche Dynamik lässt sich auch am IfW-Indikator für die weltwirtschaftliche Aktivität ablesen, der auf der Basis von Stimmungsindikatoren aus 42 Ländern berechnet wird. Er hat sich zuletzt insgesamt deutlich erhöht, was erwarten lässt, dass die Expansion der Weltwirtschaft im dritten Quartal nochmals an Schwung gewinnen wird. Der Anstieg des Indikators ist aber ganz überwiegend auf eine verbesserte Stimmung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zurückzuführen (Abbildung 2). Die Stimmungsindikatoren in den Schwellenländern haben sich hingegen kaum erhöht und liegen nach wie vor auf recht niedrigem Niveau.

Abbildung 2:  
Weltwirtschaftsklima nach Ländergruppen 2007–2013



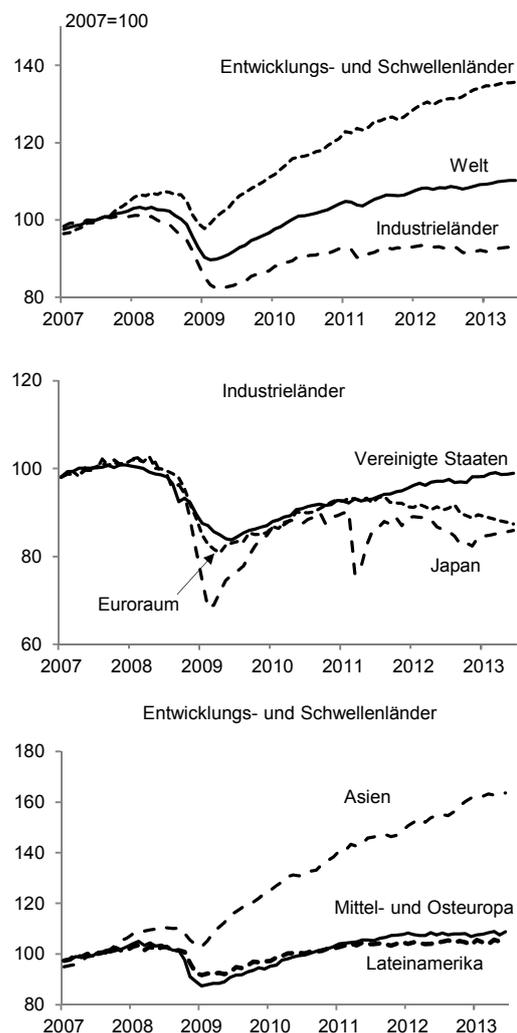
Monatsdaten, saisonbereinigt; teilweise geschätzt; auf der Basis der im IfW-Indikator enthaltenen Stimmungsindikatoren für 42 Länder (34 fortgeschrittene Volkswirtschaften und 8 Schwellenländer).

Quelle: Eigene Berechnungen.

Auf Monatsbasis verfügbare Aktivitätsindikatoren wie Industrieproduktion und Welthandel zeigen insgesamt zwar eine leichte Aufwärtstendenz; die Dynamik war bis zur Jahresmitte aber immer noch gering. Die Industrieproduktion nimmt seit Mitte des vergangenen Jahres auch in den asiatischen Schwellenländern nur noch schwach zu, wo sie zuvor noch recht kräftig zugenommen hatte (Abbildung 3). Auch der Welthandel zeigte bis zuletzt wenig

Anzeichen einer Belebung. Während der Außenhandel der fortgeschrittenen Volkswirtschaften in den vergangenen Monaten etwas angezogen hat, ging der der Schwellenländer zuletzt sogar zurück und lag zur Mitte des laufenden Jahres nicht höher als zu Jahresbeginn (Abbildung 4).

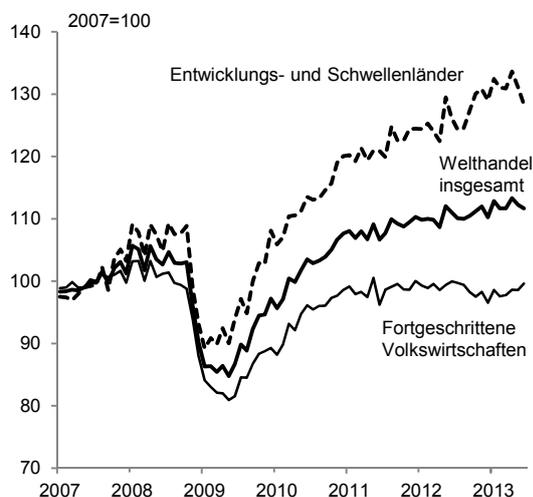
Abbildung 3:  
Weltweite Industrieproduktion nach Ländergruppen und Regionen 2007–2013



Monatsdaten; preis- und saisonbereinigt.

Quelle: CPB, World Trade Monitor; eigene Berechnungen.

Abbildung 4:  
Welthandel 2007–2013



Monatsdaten; preis- und saisonbereinigt.

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

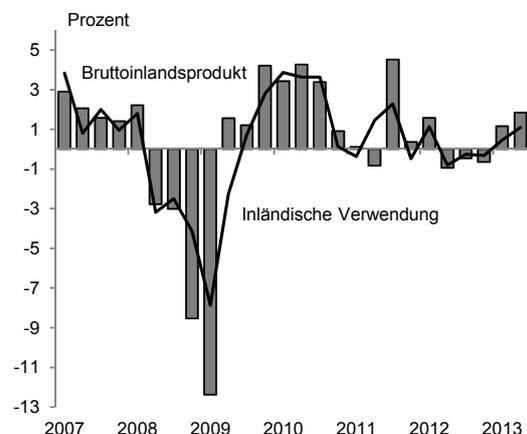
## Deutliche Aufhellung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften hat sich die Konjunktur im Sommerhalbjahr spürbar beschleunigt. Im zweiten Quartal legte das Bruttoinlandsprodukt in den G7-Ländern mit einer Rate von reichlich 2 Prozent deutlich rascher zu als noch zu Jahresbeginn (Abbildung 5). Die Frühindikatoren signalisieren überdies, dass sich die wirtschaftliche Erholung bis zuletzt fortgesetzt hat (Abbildung 6). Der Aufschwung in den Vereinigten Staaten und in Japan scheint gefestigt, und im Euroraum ist die Rezession offenbar vorerst überwunden.

In den *Vereinigten Staaten* hat sich der Produktionsanstieg im zweiten Quartal spürbar beschleunigt. Nachdem das Bruttoinlandsprodukt im Winterhalbjahr kaum mehr als stagniert hatte, legte es im zweiten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von 2,5 Prozent zu (Abbildung 7).<sup>1</sup> Maßgeblich für die Beschleunigung

<sup>1</sup> Die Schwächeperiode im Winterhalbjahr war freilich auf eine Reihe von Sonderfaktoren bei den Ver-

Abbildung 5:  
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den G7-Ländern 2007–2013



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

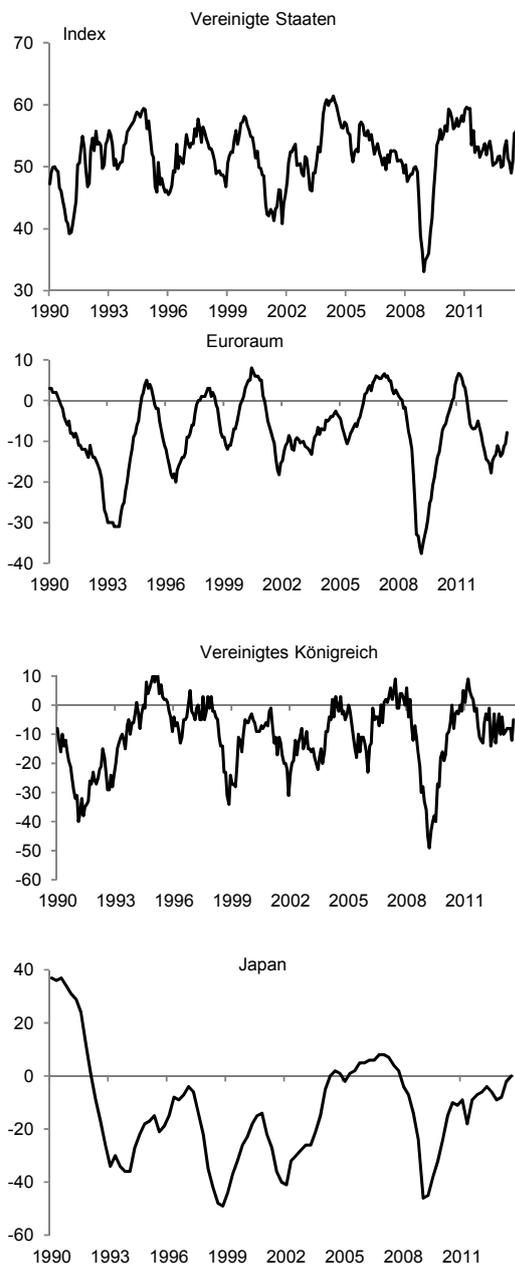
Quelle: OECD, *Main Economic Indicators*; eigene Berechnungen.

war, dass die Investitionen in den Wirtschaftsbau, die im Vorquartal kräftig gesunken waren, wieder spürbar ausgeweitet wurden. Zudem gingen kaum noch dämpfende Effekte von den Verteidigungsausgaben aus, die im Winterhalbjahr wohl auch als Folge der automatischen Budgetkürzungen merklich zurückgegangen waren. Die privaten Konsumausgaben legten um knapp 2 Prozent in ähnlichem Tempo wie in den Vorquartalen zu. Nachdem die privaten Haushalte die zu Jahresbeginn in Kraft getretenen Steuererhöhungen über einen Rückgang ihrer Ersparnisse abgedefert hatten, erhöhten sie ihre Ersparnisse seitdem sukzessive wieder, wodurch der Anstieg des privaten Konsums etwas gedämpft wurde. Die Ausrüstungsinvestitionen stiegen lediglich in verhaltenem Tempo; die Expansion bei den Ausrüstungsinvestitionen, die nach der Rezession zunächst recht kräftig ausgefallen war, ist bereits Mitte des

teidigungsausgaben, den Vorratsveränderungen und den Investitionen in den Wirtschaftsbau zurückzuführen, so dass der verhaltene Anstieg des Bruttoinlandsprodukts die konjunkturelle Grundtendenz wohl etwas unterzeichnet hat.

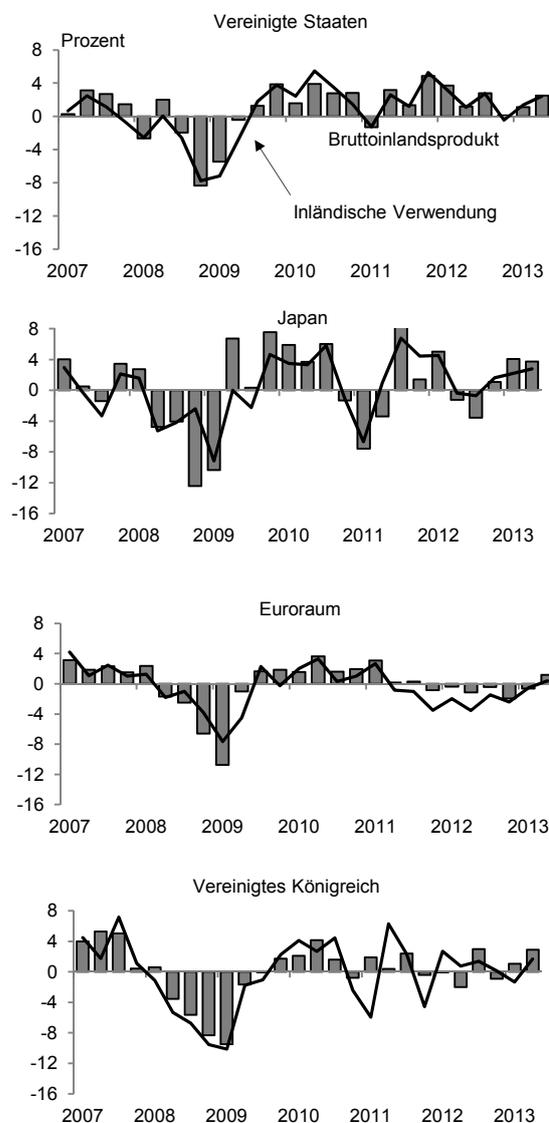
## Expansion der Weltwirtschaft bleibt moderat

Abbildung 6:  
Geschäftsklima in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 1990–2013



Quelle: The Institute for Supply Management, *Manufacturing ISM Report on Business*; Cabinet Office, *Quarterly Estimates of GDP*; OECD, *Main Economic Indicators*; Europäische Kommission, *Business and Consumer Surveys*.

Abbildung 7:  
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2007–2013



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

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

vergangenen Jahres ins Stocken geraten.<sup>2</sup> Der Außenhandel belebte sich spürbar, nachdem die

<sup>2</sup> Mit der Veröffentlichung der Daten für das zweite Quartal weist das Bureau of Economic Analysis keine Zahlen für die Investitionen in Ausrüstungen und Software mehr aus, sondern gesondert für Ausrüstungsinvestitionen und Geistiges Eigentum.

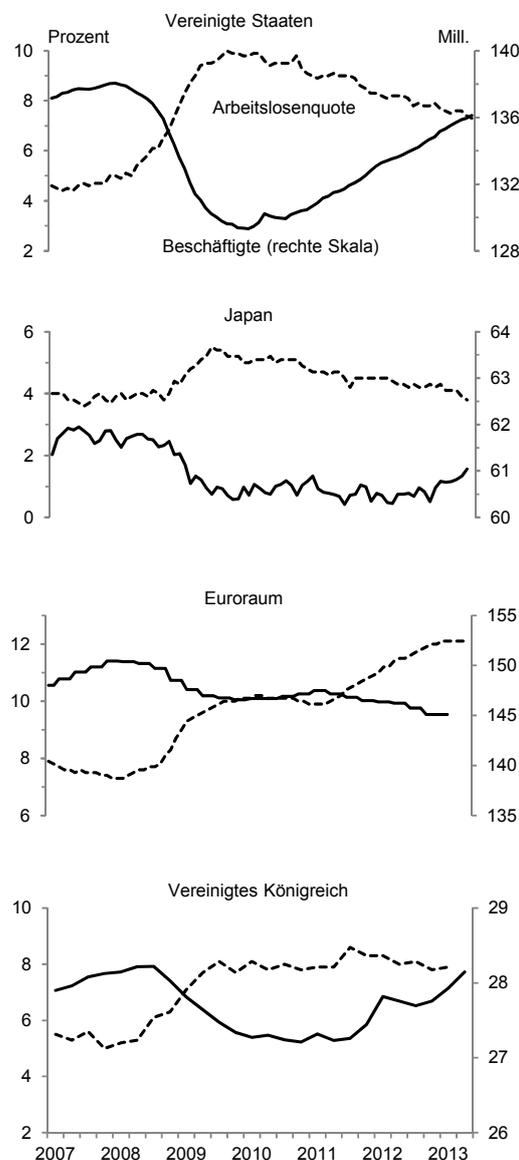
## Expansion der Weltwirtschaft bleibt moderat

Exporte in den drei Quartalen zuvor etwa stagniert hatten und die Importe insgesamt sogar zurückgegangen waren.

Die Lage am Arbeitsmarkt bessert sich weiterhin sukzessive. Die Zahl der Beschäftigten steigt stetig, wenn auch mit etwas mehr als 150 000 Stellen pro Monat in moderatem Tempo, und die Arbeitslosenquote ist in der Tendenz weiter rückläufig. Sie lag zuletzt bei 7,3 Prozent (Abbildung 8). Zudem sind die Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung weiter zurückgegangen und befinden sich nun wieder auf einem Niveau, wie es vor der Finanzkrise zu beobachten war. Ein kräftiger Aufschwung am Arbeitsmarkt lässt freilich weiter auf sich warten; die Zahl der Einstellungen, die während der Rezession massiv zurückgegangen war, hat sich noch nicht erholt. Die Zahl der offenen Stellen ist allerdings zuletzt merklich gestiegen (Abbildung 9).

In den *fortgeschrittenen Volkswirtschaften Asiens* setzte sich die Erholung der Konjunktur fort, die bereits im ersten Quartal erkennbar war. In Japan stieg das Bruttoinlandsprodukt mit einer Rate von 3,8 Prozent fast so rasch wie zu Beginn des Jahres; die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung stieg erneut kräftig. Wesentliche Impulse kamen abermals von den Exporten, die wie im ersten Quartal mit einer zweistelligen Rate expandierten. Der Aufschwung bei den Exporten wird dadurch begünstigt, dass sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit japanischer Produzenten infolge der erheblichen Abwertung des Yen stark verbessert hat und sich der Handel mit China weiter normalisierte, nachdem der Konflikt zwischen den beiden Ländern um eine Inselgruppe im ostchinesischen Meer in der Öffentlichkeit an Brisanz verloren hat. Der private Konsum nahm mit einer laufenden Jahresrate von 3,0 Prozent in kaum vermindertem Tempo zu. Die Unternehmensinvestitionen, die über das gesamte Jahr 2012 hinweg, zeitweise sogar erheblich, geschrumpft waren, zogen im zweiten Quartal ebenfalls an. Die Auftragseingänge für Ausrüstungsgüter sind weiterhin deutlich aufwärtsgerichtet. Die öffentlichen Investitionen expandierten dank des fiskalischen Konjunkturprogramms, das Anfang 2013 beschlossen worden

Abbildung 8:  
Arbeitsmarkt in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2007–2013

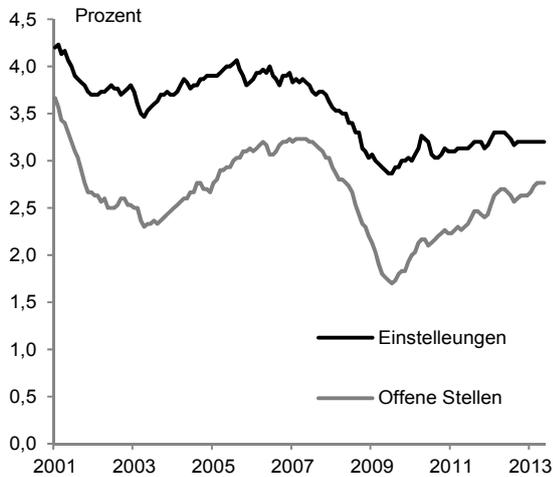


Monatsdaten; saisonbereinigt; Vereinigtes Königreich und Beschäftigung im Euroraum: Quartalsdaten; Vereinigte Staaten: abhängig Beschäftigte außerhalb der Landwirtschaft.

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

ist, stark beschleunigt. Die Aufträge der öffentlichen Hand sind im Frühjahr sogar drastisch gestiegen, so dass zu erwarten ist, dass die kräftige Expansion in diesem Bereich vorerst

Abbildung 9:  
Einstellungen und offene Stellen in den Vereinigten Staaten  
2000–2013



Monatsdaten; gleitender 3-Monatsdurchschnitt; in Relation zur Anzahl der Beschäftigten.

Quelle: Bureau of Labor Statistics; eigene Berechnungen.

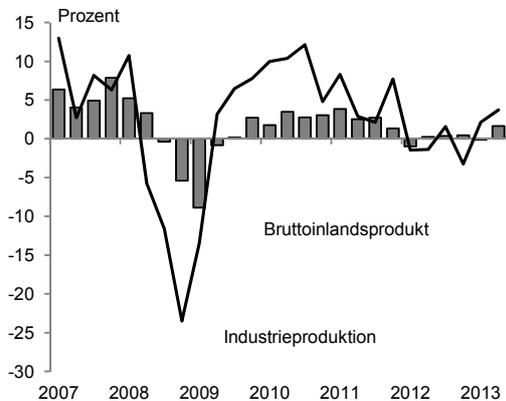
anhalten wird. In den anderen fortgeschrittenen Volkswirtschaften Asiens verbesserte sich die Konjunktur weiter. Das Bruttoinlandsprodukt legte in Südkorea mit einer laufenden Rate von 4,4 Prozent nochmals stärker zu als im bereits recht kräftigen Vorquartal, gleichzeitig verstärkte sich der Produktionsanstieg auch in Hongkong und in Taiwan, wenngleich die Zuwachsraten in diesen Ländern niedriger waren.

Die Konjunktur im *Euroraum* löste sich im Frühjahr aus der der Rezession. Zum ersten Mal seit fast zwei Jahren erhöhte sich das Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal 2013 wieder. Allerdings war das Tempo der Expansion mit einer laufenden Jahresrate von 1,1 Prozent recht mäßig, auch schrumpfte die Produktion in den meisten Krisenländern nochmals. Impulse kamen von den Staatsausgaben – der öffentliche Konsum legte mit einer Rate von 1,7 Prozent zu – sowie vom Außenhandel. Die Exporte nahmen merklich kräftiger zu als die Importe; auf die Zunahme des Außenbeitrags lässt sich rein rechnerisch der Löwenanteil des Anstiegs beim Bruttoinlandsprodukt zurückführen. Privater Konsum und Anlageinvestitionen legten hingegen nur leicht zu, was freilich ebenfalls eine positive Entwicklung darstellt,

waren sie doch in den Quartalen zuvor noch merklich zurückgegangen. Angesichts der konjunkturellen Belebung hat sich die Lage am Arbeitsmarkt nicht weiter verschlechtert. Die Arbeitslosenquote liegt seit dem März bei 12,1 Prozent, absolut ging die Zahl der Arbeitslosen im Sommer sogar leicht zurück.

In den *übrigen Ländern der Europäischen Union* war die Produktion ebenfalls aufwärtsgerichtet, zum Teil sogar deutlich. So expandierte das Bruttoinlandsprodukt im Vereinigten Königreich mit einer laufenden Jahresrate von 2,7 Prozent in recht hohem Tempo. Die Expansion war sowohl entstehungsseitig als auch verwendungsseitig breit abgestützt. Anders als im ersten Quartal nahm nicht nur die Produktion von Dienstleistungen zu, sondern auch die in der Industrie und in der Bauwirtschaft. Auf der Verwendungsseite kamen die stärksten Impulse von den Anlageinvestitionen, die um reichlich 6 Prozent zulegten. Auch der öffentliche Konsum stieg als Resultat der offenbar eingelegten Konsolidierungspause deutlich, während die privaten Konsumausgaben in eher moderatem Tempo expandierten. Der Außenhandel trug ebenfalls zum Anstieg des Bruttoinlandsprodukts bei; die Exporte wurden deutlich stärker ausgeweitet als die Importe. Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich leicht verbessert; die Erwerbstätigkeit nahm etwas zu. Die Arbeitslosigkeit verharrte dabei allerdings bei 7,8 Prozent. In den übrigen Ländern war die Entwicklung differenziert. Zumeist zog die Konjunktur vor dem Hintergrund der Belebung im Euroraum ebenfalls an. So nahm die Produktion in den mitteleuropäischen Ländern dieser Ländergruppe, die inzwischen in hohem Maße in die europäischen Wertschöpfungsketten integriert sind, beschleunigt zu, auch wenn das Tempo der Expansion nach wie vor recht mäßig ist (Abbildung 10). Dabei stieg das Bruttoinlandsprodukt in Tschechien nach einer langen Phase der Rezession sogar recht deutlich. Vor diesem Hintergrund ist die Arbeitslosigkeit in den meisten Ländern leicht gesunken. In den Beitrittsländern ist sie aber insgesamt nach wie vor recht hoch, und in Rumänien, Kroatien sowie zuletzt auch in Litauen ist sie sogar noch etwas gestiegen.

Abbildung 10:  
Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in den mittel- und osteuropäischen Ländern außerhalb der EU 2007–2013



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

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen.

## Hartnäckige Schwäche in den Schwellenländern

Die Wirtschaft in den Schwellenländern expandierte im zweiten Quartal kaum schneller als zu Jahresbeginn. Die Dynamik ist derzeit nahezu überall mäßig, zum Teil ist – wie in Indien, Thailand oder Mexiko – sogar eine ausgeprägte Schwäche erkennbar. Zwar schien sich in einer Reihe von Ländern im Frühjahr eine konjunkturelle Besserung anzubahnen. Im Sommer kam es jedoch verbreitet zu Turbulenzen an den Finanzmärkten, die dadurch ausgelöst wurden, dass die US-Notenbank begann, die Märkte auf eine Drosselung der Liquiditätszufuhr im weiteren Verlauf dieses Jahres vorzubereiten. Diese Perspektive setzte insbesondere Kurse von Währungen und Aktien in Ländern unter Druck, die auf Kapitalzuflüsse zur Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten angewiesen sind, wie z.B. Indien, die Türkei oder Brasilien, und führte dazu, dass sich die konjunkturellen Rahmenbedingungen in den Schwellenländern zuletzt wieder verschlechtern haben.

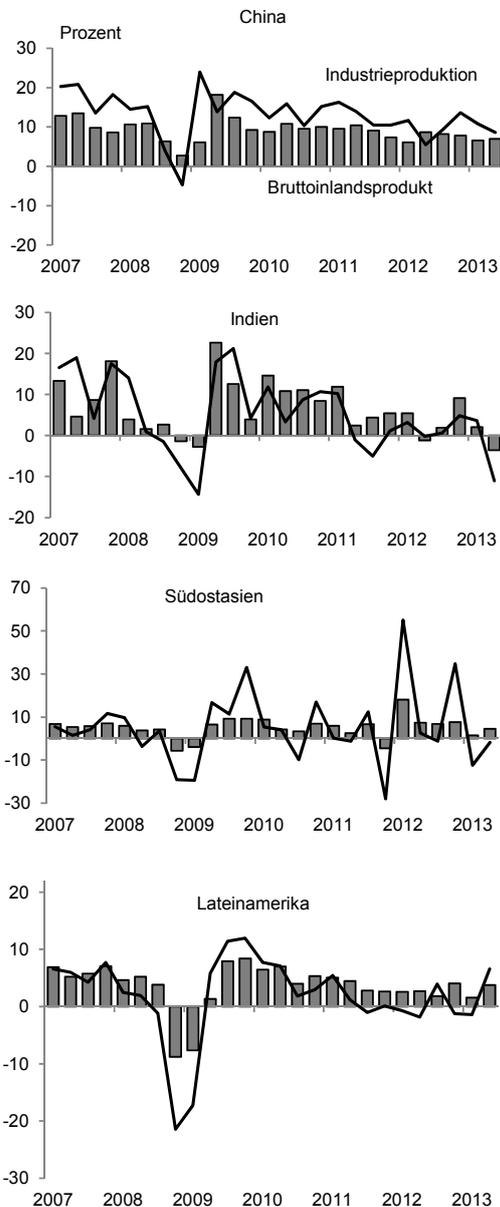
In *China* erhöhte sich das Bruttoinlandsprodukt in den beiden ersten Quartalen annualisiert um rund 6,8 Prozent und somit nochmals merklich langsamer als im Halbjahr zuvor (rund 8 Prozent). Die von der Regierung angestrebte Umorientierung auf eine Expansion, die stärker vom privaten Konsum getragen wird, ist bislang noch nicht erfolgreich; in der Tendenz waren seine Expansionsbeiträge geringer als im Vorjahr. Stützend wirkte hingegen rein rechnerisch der Außenhandel: der Außenbeitrag nahm in der ersten Hälfte dieses Jahres leicht zu, während er im Jahr 2012 den Anstieg der Wirtschaftsleistung noch um rund einen halben Prozentpunkt verringert hatte. Die generelle Verlangsamung der wirtschaftlichen Expansion im ersten Halbjahr spiegelt sich auch in der Industrieproduktion wider, deren Anstieg sich spürbar reduziert hat (Abbildung 11). Gleichwohl zog die Zunahme des Bruttoinlandsprodukts im zweiten Quartal wieder an, wenn auch nur geringfügig. Am aktuellen Rand gibt es Anzeichen für eine allmähliche Besserung der Konjunktur. So ist der Einkaufsmanagerindex im Verarbeitenden Gewerbe zuletzt wieder deutlich gestiegen, und die monatlichen Aktivitätsindikatoren zogen leicht an.

Die wirtschaftliche Dynamik in *Indien* ist bereits seit mehr als zwei Jahren gering. Im ersten Halbjahr 2013 schwächte sich die Konjunktur nochmals deutlich ab. So stieg die gesamtwirtschaftliche Produktion im ersten Quartal des Jahres nur leicht, im zweiten Quartal war sie sogar rückläufig.<sup>3</sup> Maßgeblich für die Verlangsamung war ein deutlich niedriger privater Konsum, welcher rund 60 Prozent des Bruttoinlandsprodukts absorbiert, aber auch die Investitionstätigkeit nahm im zweiten Quartal ab. Hingegen wurden die Staatsausgaben deutlich ausgeweitet, und das Defizit im Außenhandel ging aufgrund rückläufiger Importe zurück. Ein großes Problem stellt nach wie vor der starke Verbraucherpreisauftrieb dar (zuletzt

<sup>3</sup> Wir beziehen uns auf das Bruttoinlandsprodukt zu konstanten Marktpreisen, welches das indische Statistikamt neben dem Bruttoinlandsprodukt zu Faktorkosten ausweist. Diese Reihe wird von uns saisonbereinigt.

## Expansion der Weltwirtschaft bleibt moderat

Abbildung 11:  
Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in den  
Schwellenländern 2007–2013



Quartalsdaten: preis- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate; Daten für China basierend auf Abeyasinghe (2008), fortgeschrieben mit Vorquartalsvergleich der amtlichen chinesischen Statistik; Südostasien: gewichteter Durchschnitt für Indonesien, Thailand, Malaysia und Philippinen; Lateinamerika: 2. Quartal 2013 teilweise geschätzt.

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

fast 11 Prozent). Dieser belastet nicht nur allgemein den privaten Konsum. Da die Inflation zu großen Teilen auf einen Anstieg der Nahrungsmittelpreise zurückgeht, gibt es auch eine soziale Dimension, sind doch die ärmeren Bevölkerungsschichten überproportional betroffen. Als Reaktion darauf hat die Regierung ein umfangreiches Programm beschlossen, mit dem breite Schichten der Bevölkerung Zugang zu Grundnahrungsmitteln wie Reis zu subventionierten Preisen erhalten sollen.

In der Gruppe der *südostasiatischen Schwellenländer* legte die gesamtwirtschaftliche Produktion im ersten Halbjahr ebenfalls deutlich verlangsamt zu. Allerdings verlief die Entwicklung in dieser Ländergruppe zunehmend heterogen. So expandierte die Wirtschaft in Indonesien, nicht zuletzt aufgrund einer stärkeren Ausweitung der Exporte und der Staatsausgaben, in den ersten beiden Quartalen mit Raten von knapp unter 6 Prozent in kaum vermindertem Tempo. Die Wirtschaft Thailands hingegen befindet sich in der Rezession. Das Bruttoinlandsprodukt ist im zweiten Quartal erneut geschrumpft, nachdem bereits zu Jahresbeginn ein Rückgang verzeichnet wurde. Insbesondere die privaten Konsumausgaben nahmen ab, nachdem sie im Vorjahr noch recht kräftig stark gestiegen waren. Aber auch die Ausfuhren waren im ersten Halbjahr bedingt durch einen starken Baht und die geringere konjunkturelle Dynamik in den Haupthandelspartnerländern rückläufig.

In *Lateinamerika* entwickelte sich die Konjunktur im ersten Halbjahr des Jahres 2013 recht unterschiedlich. Während sich Mexiko seit Anfang des Jahres in einer Rezession befindet, erholte sich die gesamtwirtschaftliche Produktion in Brasilien nach einer langen Phase schwacher Aktivität im zweiten Quartal merklich. Trotz der landesweiten Proteste, die immer wieder zu Störungen in den Wertschöpfungsketten führten, nahm das Bruttoinlandsprodukt mit einer laufenden Jahresrate von 6 Prozent zu. Konjunkturlokomotive waren die privaten und öffentlichen Investitionen, die wohl auch angesichts des von der Regierung in Auftrag gegebenen Investitionsprogramms zur Modernisierung der Infrastruktur spürbar zunahmen.

Zudem legten die Exporte kräftig zu, die wohl nicht zuletzt durch die merkliche Abwertung des Reals beflügelt wurden. Da die Importe im gleichen Zeitraum nur wenig expandierten, trug der Außenbeitrag maßgeblich zum Anstieg des Bruttoinlandsprodukts bei. Allerdings geht die höhere Expansionsrate des Bruttoinlandsprodukts im zweiten Quartal auch auf einen Arbeitstageeffekt zurück. Der diesjährig frühe Termin des Osterfestes im März hat dazu geführt, dass die Zahl der Arbeitstage höher war als im Durchschnitt der Jahre, der der Saisonbereinigung zugrunde liegt. In den anderen Ländern Lateinamerikas verlief die Konjunktur im Verlauf des ersten Halbjahres weniger dynamisch. Dämpfend hat wohl vor allem die verhaltene Rohstoffnachfrage Chinas gewirkt und der spürbare Rückgang der Weltmarktpreise für wichtige Exportgüter der Region wie Kupfer, Mais, Soja oder Zucker.

In *Russland* hat sich die wirtschaftliche Schwäche bis zuletzt fortgesetzt. Maßgeblich sind externe Faktoren wie eine schwache Nachfrage nach Exporten und rückläufige Rohstoffpreise, aber auch die durch den verstärkten Anstieg der Verbraucherpreise bedingte Verlangsamung der Zuwächse bei den Reallöhnen. Das Bruttoinlandsprodukt stieg im zweiten Quartal nur geringfügig; im Vorjahresvergleich wurde mit 1,2 Prozent die niedrigste Rate seit 2009 ausgewiesen. Die Industrieproduktion ist in der Tendenz rückläufig; sie lag im Juli 0,8 Prozent unter ihrem Vorjahresniveau. Die Zuwächse beim privaten Konsum, der bislang die Hauptstütze der Konjunktur war, haben sich merklich abgeschwächt, allerdings sind die Einzelhandelsumsätze preisbereinigt nach wie vor deutlich höher als die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts. Die geringe konjunkturelle Dynamik beginnt inzwischen auch am Arbeitsmarkt Spuren zu hinterlassen; zu Jahresmitte lag die Arbeitslosenquote erstmals seit dreieinhalb Jahren wieder höher als ein Jahr zuvor.

## Schwellenländer: Vom Motor zum Bremsklotz der Weltkonjunktur?

---

Bereits im vergangenen Jahr hatte sich die wirtschaftliche Dynamik insbesondere in den großen Schwellenländern erheblich abgeschwächt. Hintergrund war zum einen, dass die Impulse von der Nachfrage aus den fortgeschrittenen Volkswirtschaften unter dem Eindruck von Rezessionen in Japan und in Europa zusehends geringer wurden. Zum anderen hatte sich die Konjunktur in vielen Schwellenländern 2010 und 2011 in der Phase der kräftigen Erholung überhitzt. Die Inflation hatte in der Folge deutlich angezogen, vielfach kam es auch zu stark steigenden Leistungsbilanzdefiziten. Um dieser Entwicklung zu begegnen, wurde die Geldpolitik gestrafft. Gleichzeitig entfielen die Impulse von den zum Teil sehr umfangreichen Fiskalprogrammen, die 2008/2009 in einer Reihe von Ländern – etwa in China und in Brasilien – beschlossen worden waren, um die Konjunktur anzuregen.

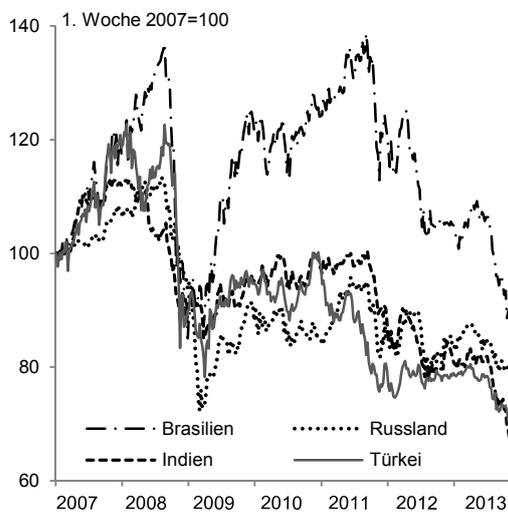
Mit Nachlassen des Inflationsdrucks wurden Geld- und Finanzpolitik im vergangenen Jahr zumeist wieder gelockert, und im Verlauf des ersten Halbjahres mehrten sich in einigen Ländern Anzeichen für ein Wiederanziehen der Konjunktur. So legte das Bruttoinlandsprodukt in China im zweiten Quartal wieder etwas schneller zu als zu Jahresbeginn, und in Brasilien stieg die gesamtwirtschaftliche Produktion im selben Zeitraum sogar recht kräftig.

Allerdings hat sich im Sommer das monetäre Umfeld für viele Schwellenländer erheblich verschlechtert. Dies ging auf die Ankündigung der US-Notenbank zurück, dass mit großer Wahrscheinlichkeit die Anleihekäufe der Fed in absehbarer Zeit reduziert und schließlich eingestellt werden. In der Folge würde sich die globale Liquiditätsversorgung verknappen. Diese Aussicht führte zu einem schlagartigen Rückzug von Portfoliokapital aus den Schwellenländern, das in den vergangenen beiden Jahren angesichts des Zinsdifferenzials zwischen den Vereinigten Staaten und den Schwellenländern in großem Umfang dorthin geflossen war. So wie diese Kapitalströme zuvor die Währungen der

## Expansion der Weltwirtschaft bleibt moderat

Schwellenländer vielfach unter erheblichen Aufwertungsdruck gesetzt hatten, so kamen sie nun unter starken Abwertungsdruck. Besonders betroffen waren Länder, in denen hohe Leistungsbilanzdefizite zu finanzieren sind, wie Indien, die Türkei und Südafrika, aber auch die Währungen lateinamerikanischer Länder – insbesondere Brasiliens – und Indonesiens werteten erheblich ab (Abbildung 12). Auch die

Abbildung 12:  
Wechselkurse in großen Schwellenländern 2007–2013



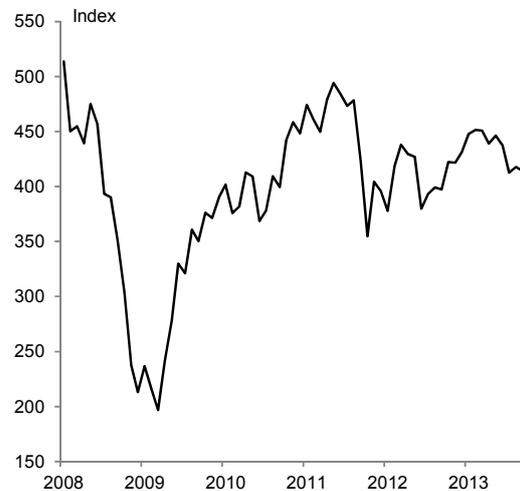
Wöchentliche Daten.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

Aktienkurse kamen zeitweise stark unter Druck (Abbildung 13). Um dem Verlust an Außenwert zu begegnen, intervenierten die Notenbanken in zum Teil beträchtlichem Umfang am Devisenmarkt, in Brasilien, Indonesien und der Türkei wurden zudem die Leitzinsen angehoben. Die Situation an den Finanzmärkten hat sich in der jüngsten Zeit zwar wieder etwas beruhigt. Das Risiko, dass es in einzelnen Ländern zu einer Finanzkrise kommt, besteht aber nach wie vor, insbesondere dort, wo in den vergangenen Jahren ein hohes Maß an Nettokapitalzuflüssen eine starke Kreditexpansion gespeist hatte.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Dies war beispielsweise in der Türkei der Fall, und trotz einer nach dem Kollaps des Bankensystems im Jahr 2001 deutlich verbesserten Bankenregulierung besteht die Gefahr, dass es im Bankensektor zu Schieflagen kommt, da die Einlagen (die zum Teil aus

Abbildung 13:  
Aktienkurse in den Schwellenländern 2008–2013  
(MSCI Emerging Market Index)



Quelle: Thomson Financial Datastream.

Der Umschwung bei den internationalen Kapitalströmen belastet gegenwärtig die Konjunktur in den betroffenen Ländern. Darüber hinaus sind sie aber wohl auch ein weiteres Signal dafür, dass das Tempo des Potenzialwachstums in den Schwellenländern derzeit deutlich niedriger ist als im vergangenen Jahrzehnt. Hierfür spricht, dass die Produktionszuwächse in den Jahren 2010 und 2011, als es im Zuge der Normalisierung der weltwirtschaftlichen Aktivität nach dem Einbruch vom Herbst 2008 und als Folge wirtschaftspolitischer Impulse zu ähnlich hohen Expansionsraten kam wie in den Jahren vor der globalen Finanzkrise, sehr rasch zu inflationären Anspannungen sowie (anders als vor der Krise) zu einem Aufbau von außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten führten. Die Ursachen der Verlangsamung beim Trendwachstum sind in den einzelnen Ländern unterschiedlich. Zum Teil sind demographische Faktoren wirksam, etwa in China, vor allem aber hat sich offenbar der zugrundeliegende Produktivitätstrend abgeflacht. Maßgeblich hierfür dürfte sein, dass strukturelle Reformen nicht in ausreichendem Maße fortgeführt wurden. In vielen Schwellenländern bestehen in wichtigen

dem Ausland stammen) deutlich kürzere Fristigkeiten aufweisen als die mit ihnen finanzierten Kredite (IMF 2012).

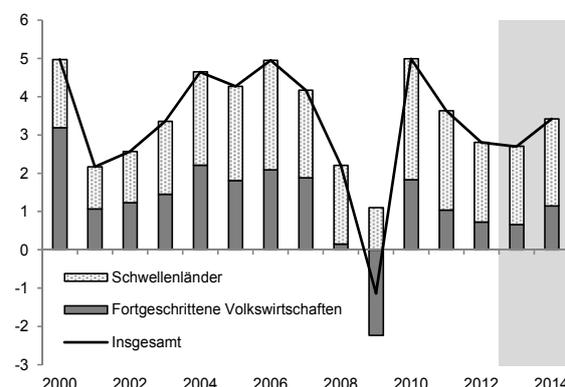
Sektoren wie der Energieversorgung oder der Telekommunikation monopolistische Strukturen, häufig sind weitere Bereiche der Wirtschaft vor ausländischer Konkurrenz geschützt, unzureichende Infrastruktur behindert das Wachstum oder infolge hoher Ambitionen der Regierung werden Investitionen in unrentable Verwendungen gelenkt. In China sind steigende Löhne und Kosten für Umweltschutz Begleiterscheinungen einer neuen Wirtschaftspolitik, die die Lebensqualität der Bevölkerung verbessern soll, aber wohl mit geringen Raten des Wachstums der Produktion einhergehen.

Die Entwicklungs- und Schwellenländer haben im Zuge ihres hohen Wachstumstempos seit dem Jahr 2000 drastisch an Bedeutung für die Entwicklung der Weltwirtschaft insgesamt gewonnen. Gemessen auf der Basis von Kaufkraftparitäten stieg der Anteil der Produktion außerhalb der fortgeschrittenen Volkswirtschaften von 37 Prozent im Jahr 2000 stetig an und überschreitet in diesem Jahr voraussichtlich zum ersten Mal die 50-Prozent-Marke. Gemessen auf der Basis von laufenden Dollarwechselkursen ist das Gewicht der Entwicklungs- und Schwellenländer an der Weltwirtschaft zwar geringer, es hat aber ebenfalls drastisch (und prozentual sogar noch stärker), von 20 Prozent zu Beginn des vergangenen Jahrzehnts auf gegenwärtig 39 Prozent zugenommen.<sup>5</sup> Das Wachstum der Weltproduktion fand über den gesamten Zeitraum hinweg zum überwiegenden Teil in den Schwellenländern statt (Abbildung 14).

Eine Verlangsamung des Trendwachstums in den Schwellenländern bedeutet daher eine beträchtliche Verringerung der globalen Wachstumsrate. Ein Rückgang des Potenzialwachstums außerhalb der fortgeschrittenen Volkswirtschaften um 1 Prozentpunkt, wie er von der OECD (2013) geschätzt wird, dämpft für sich genommen das Trendwachstum der Weltproduktion um mehr als einen halben Prozentpunkt. Von daher ist eine Rückkehr zu einer längeren Phase sehr kräftiger weltwirtschaft-

licher Expansion, wie sie im vergangenen Jahrzehnt verzeichnet worden war, vorerst nicht zu erwarten. Gleichwohl wird die weltwirtschaftliche Dynamik weiterhin zum überwiegenden Teil von den Entwicklungs- und Schwellenländern getragen werden. Denn das Trendwachstum ist dort mit rund 6 Prozent insgesamt weiterhin wesentlich höher als in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften. Letztere dürften Mühe haben, auf das vor der Finanzkrise verzeichnete Potentialwachstum von 2 Prozent zurückzukehren, da sie immer noch mit den Nachwirkungen der Finanzkrisen kämpfen und eine ungünstige demographische Entwicklung das Wachstum zunehmend behindern wird. Dennoch wird sich der Expansionsbeitrag dieser Ländergruppe im Prognosezeitraum merklich erhöhen.

Abbildung 14:  
Beitrag zum Anstieg der Weltproduktion nach Ländergruppen 2000–2014



Jahresdaten; preisbereinigt. Veränderung des Bruttoinlandsprodukts nach Kaufkraftparitäten gegenüber dem Vorjahr.

Insgesamt: Auswahl von 54 Ländern (entspricht 88 Prozent der weltweiten Produktion). Grau hinterlegt: Prognose des IfW.

Quelle: World Bank, *World Development Indicators*; eigene Berechnungen.

## Wieder etwas höhere Inflation

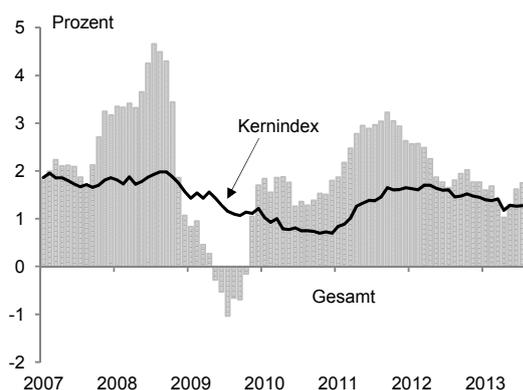
Die Verbraucherpreise sind weltweit in den vergangenen Monaten wieder etwas schneller ge-

<sup>5</sup> Zu den unterschiedlichen Berechnungsmethoden des weltweiten Bruttoinlandsprodukts vgl. Gern et al. (2013: Kasten 2).

## Expansion der Weltwirtschaft bleibt moderat

stiegen. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften erhöhte sich die Inflationsrate von rund 1 Prozent im April und Mai auf 1,7 Prozent im Juli (Abbildung 15). Maßgeblich hierfür waren die Energiepreise, die wegen anziehender Rohölnotierungen, aber auch infolge eines Basiseffekts – im vergangenen Jahr waren die Rohölpreise im Sommer deutlich zurückgegangen –, ihr Vorjahresniveau deutlich überschritten. In den Vereinigten Staaten kam hinzu, dass sich die Gaspreise spürbar erhöhten, nachdem die Produktion von Schiefergas aufgrund des zuvor erfolgten Preisverfalls eingeschränkt worden war. So erhöhte sich hier die Inflationsrate in den vergangenen Monaten besonders deutlich; die Kernrate der Inflation – gemessen ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise – verharrte hingegen bei 1,7 Prozent (Abbildung 16). In Japan erhöhten sich die Verbraucherpreise im Vorjahresvergleich in den Sommermonaten zum ersten Mal seit einem Jahr wieder leicht, zuletzt um 0,7 Prozent (Juli). Hier wirkte die starke Abwertung des Yen zusätzlich preistreibend. In der Folge legte auch die Kernrate leicht zu, wenngleich sie immer noch eine geringfü-

Abbildung 15:  
Verbraucherpreise in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2007–2013

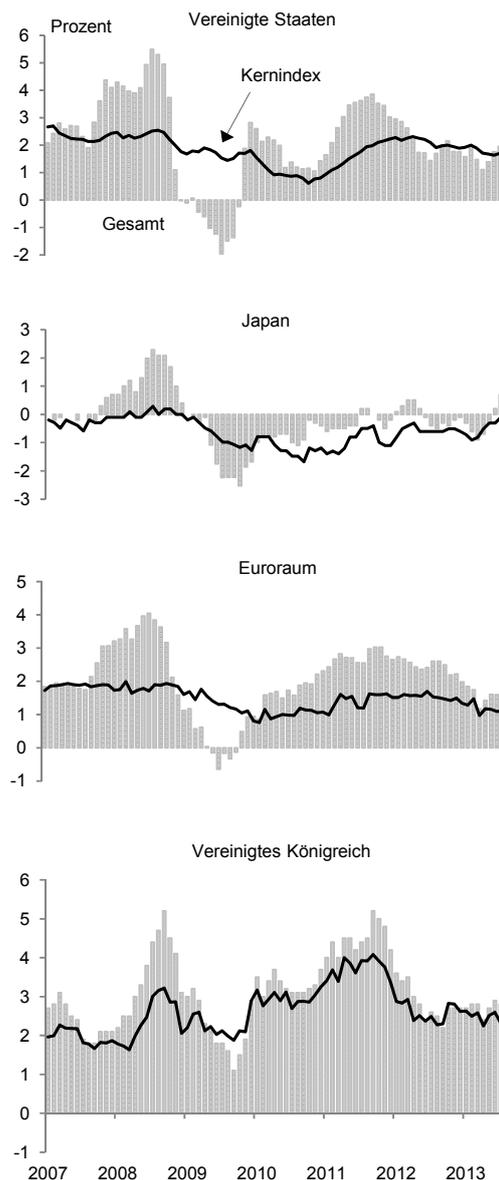


Monatsdaten; Veränderung gegenüber dem Vorjahr der Verbraucherpreise in den Vereinigten Staaten, im Euroraum, in Japan und im Vereinigten Königreich, gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt zu Preisen und Wechselkursen von 2012; Kernrate: Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel.

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

gige Deflation anzeigt und signalisiert, dass die Notenbank vom Erreichen ihres Zieles einer Inflationsrate von 2 Prozent noch ein gutes Stück entfernt ist.

Abbildung 16:  
Verbraucherpreise in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2007–2013



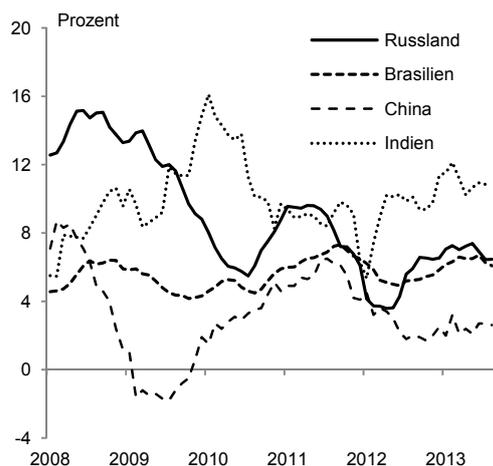
Monatswerte. Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Kernrate: Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel.

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

## Expansion der Weltwirtschaft bleibt moderat

In den Schwellenländern sind die Inflations-sorgen erheblich größer. Unter den großen Ländern wies lediglich China zuletzt eine Inflationsrate auf, die mit 2,6 Prozent in einem Bereich liegt, der für die Regierung akzeptabel ist (Abbildung 17). In Brasilien und Russland hat sich die Inflation zuletzt zwar stabilisiert, aber auf einem Niveau, das mit rund 6,5 Prozent an der Obergrenze des Ziels der Notenbanken liegt (Brasilien) oder darüber (Russland). Auch in Indien ist die Inflation in den vergangenen Monaten nicht weiter gestiegen, sie verharrt aber im zweistelligen Bereich. In der Türkei hat sich der Verbraucherpreisaufrtrieb in den vergangenen Monaten – ebenso wie in Indonesien – sogar nochmals deutlich beschleunigt.

Abbildung 17:  
Verbraucherpreise in großen Schwellenländern 2008–2013

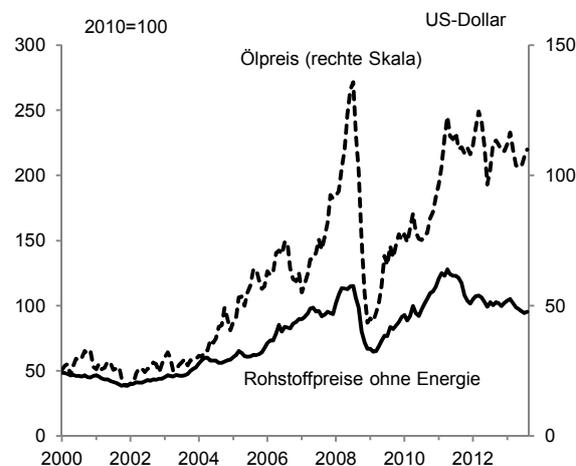


Monatsdaten; Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Federal State Statistics Service, Russland; IBGE, Brasilien; National Bureau of Statistics, China; Labour Bureau, Indien.

Nachdem die Rohstoffpreise im Frühjahr deutlich nachgegeben hatten, waren sie zuletzt wieder aufwärtsgerichtet. Deutlich angezogen hat vor allem der Ölpreis, der sich von Notierungen um 105 US-Dollar je Barrel (Brent) im Frühjahr auf rund 115 Dollar Anfang September erhöht hat (Abbildung 18). Hintergrund war einmal eine Verknappung des Angebots seitens der OPEC-Länder. Die Organisation hatte zwar im Frühjahr beschlossen, die Förderquoten bei-

Abbildung 18:  
Rohstoffpreise 2000–2013



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

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

zubehalten, infolge von technischen Problemen wurde aber zuletzt insbesondere im Irak und in Libyen sehr viel weniger produziert als geplant. Gleichzeitig stieg die Nachfrage nach Rohöl unerwartet kräftig an; insbesondere in den Vereinigten Staaten nahm der Bedarf der Raffinerien stark zu. Dies hatte auch zur Folge, dass sich die Lagerbestände an US-Öl in Cushing/Oklahoma spürbar schrumpften und der Preisabschlag von Öl der Sorte WTI, das dort gehandelt wird, gegenüber Nordseeöl der Sorte Brent stark schrumpfte. War WTI zu Beginn des Jahres noch fast 20 Dollar billiger als Brent, so verringerte sich die Differenz im Sommer auf weniger als 5 Dollar. In den vergangenen Wochen kamen dann Sorgen um die Entwicklung im Nahen Osten hinzu. Mit den Unruhen in Ägypten wurden Risiken für die Stabilität in der Region erneut deutlich. Vor allem hat sich die Wahrscheinlichkeit eines militärischen Eingreifens der USA und anderer westlicher Staaten deutlich erhöht, nachdem im Bürgerkrieg Giftgas eingesetzt wurde. Die Folgen eines solchen Schrittes für die weltwirtschaftliche Entwicklung sind nur schwer abschätzbar. Für die Prognose nehmen wir an, dass sich die Lage nicht weiter zuspitzt und die Risikoprämien, die im Ölpreis offenbar enthalten sind, allmählich

## Expansion der Weltwirtschaft bleibt moderat

**Tabelle 1:**  
Rahmendaten für die Konjunkturprognose 2012–2014

	2012				2013				2014			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
<b>Leitzins</b>												
Vereinigte Staaten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Japan	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Euroraum	1,00	1,00	0,75	0,75	0,75	0,60	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
<b>Wechselkurse</b>												
US-Dollar/Euro	1,31	1,28	1,25	1,30	1,32	1,31	1,33	1,33	1,33	1,33	1,33	1,33
Yen/US-Dollar	79,4	80,2	78,6	81,3	93,5	99,3	98,0	98,0	98,0	98,0	98,0	98,0
Ölpreis (Brent) in US-Dollar	118,4	109,4	111,4	110,5	113,0	103,1	110,3	110,0	110,6	111,1	111,7	112,2
HWWI-Index für Industrierohstoffe	102,8	97,7	91,0	93,5	98,7	92,2	92,1	93,5	93,9	94,7	95,6	97,1

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

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

wieder zurückgehen. So unterstellen wir, dass der Ölpreis im vierten Quartal mit 110 Dollar wieder etwas niedriger ist und von diesem Niveau aus im kommenden Jahr im Einklang mit der US-Inflationsrate leicht steigt (Tabelle 1). Bei dieser Annahme gehen vom Ölpreis im Prognosezeitraum nur geringe Impulse für die Inflation aus. Auch von den übrigen Rohstoffpreisen sind relativ geringe Einflüsse auf die Verbraucherpreisinflation zu erwarten. Während die Preise für Industrierohstoffe, die bis zur Jahresmitte deutlich gesunken waren, zuletzt wieder gestiegen sind und mit allmählicher Festigung der Weltkonjunktur im kommenden Jahr leicht zulegen sollten, dürften die Nahrungsmittelpreise zunächst die Inflation noch weiter dämpfen, wenn auch nicht mehr so stark wie zuletzt.

### Geldpolitische Straffung in den Vereinigten Staaten wirft ihren Schatten voraus

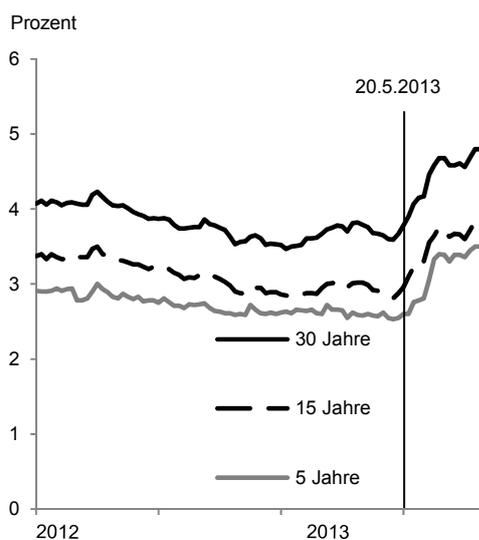
Die Geldpolitik ist in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften im Frühjahr nochmals gelockert worden. Nachdem die Bank von Japan im April ein aggressives Programm zur monetären Stimulierung der Konjunktur verkündet

und die EZB ihren Leitzins Anfang Mai gesenkt hatte, gab es dann aber deutliche Signale dafür, dass die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten in Kürze allmählich ihren Expansionsgrad verringern wird. Mehrfach wurde den Märkten von der Fed bedeutet, dass das Ausmaß der Anleihekäufe ab dem Herbst zurückgefahren würde, sollte sich die konjunkturelle Expansion in den Vereinigten Staaten wie erwartet in moderatem Tempo fortsetzen. In der Folge zogen die langfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten, aber auch anderswo merklich an. Zudem kam es in einigen Schwellenländern zu einer spürbaren Verschlechterung der monetären Rahmenbedingungen, weil sich die Neigung der Investoren zu Anlagen in den Schwellenländern verringerte. Allerdings: Auch wenn die US-Notenbank wie angekündigt ihr Aufkaufprogramm für Staatsanleihen und Hypothekenscheine (QE3) wie angekündigt auslaufen lässt, bleibt die Geldpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften bis auf Weiteres sehr expansiv ausgerichtet. Eine Anhebung der Notenbankzinsen ist für den Prognosezeitraum in den großen Volkswirtschaften nicht zu erwarten.

Die US-Notenbank hat ihre Politik in den Sommermonaten unverändert expansiv belassen. Allerdings hat ihr Präsident Bernanke auf Pressekonferenzen im Mai und Juni in Aussicht gestellt, dass die Fed in Kürze beginnen wird, das Volumen der monatlich von ihr zusätzlich

gekauften Staatsanleihen und hypothekenbesicherten Wertpapiere zu verringern, das sich derzeit auf monatlich 85 Mrd. Dollar beläuft. Da sich die US-Wirtschaft offenbar in etwa wie von ihr prognostiziert weiter erholt, dürfte sie die Wertpapierkäufe ab September drosseln und bis Mitte des kommenden Jahres – bzw. wenn die Arbeitslosenquote etwa bei etwa 7 Prozent liegt – ganz einstellen. Zwar hatte sich eine solche Vorgehensweise bereits zuvor abgezeichnet, dennoch führte die Präzisierung von Bernanke dazu, dass die längerfristigen Zinsen spürbar anzogen. Besonders deutlich stiegen die Zinsen für Hypothekenkredite. So sind die Zinssätze von Hypotheken mit 30-jähriger Zinsbindung seit Mitte Mai um rund einen Prozentpunkt gestiegen (Abbildung 19). Allerdings befinden sie sich historisch gesehen immer noch auf einem sehr niedrigen Niveau. Bei US-Staatsanleihen lässt sich eine ähnliche Entwicklung beobachten, wenngleich etwas weniger ausgeprägt (Abbildung 20). Auch wenn die Prognose der Fed für das laufende Jahr insbesondere für den Anstieg des Bruttoinlandsprodukts (2,3 bis 2,6 Prozent) aus unserer Sicht zu optimistisch ist, erwarten wir, dass die Fed den von Bernanke skizzierten Zeitplan einhalten wird. Denn die Arbeitslosenquote verringert

Abbildung 19: Hypothekenzinsen in den Vereinigten Staaten 2012–2013



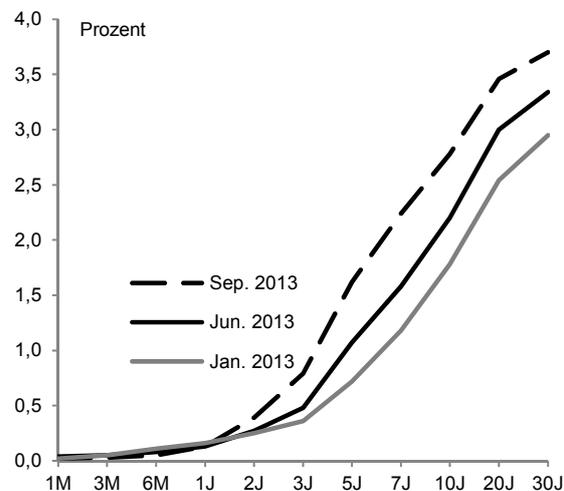
Wöchentliche Daten.

Quelle: Mortgage Bankers Association of America.

sich sukzessive und die Konjunktur wird sich in der zweiten Jahreshälfte wohl festigen. Wir gehen nicht davon aus, dass das Auslaufen der Ankäufe einen spürbaren Effekt auf die Konjunktur in den Vereinigten Staaten haben wird.<sup>6</sup>

Trotz des allmählichen Abbaus der Wertpapierkäufe wird die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten voraussichtlich noch für einen längeren Zeitraum sehr expansiv ausgerichtet bleiben. Mit ihrer neuen Kommunikationspolitik („forward guidance“), die den frühestmöglichen Zeitpunkt für Zinsanhebungen an quantitative Schwellenwerte für die Arbeitslosigkeit und die Inflationsrate koppelt, hat sie sich ihren Handlungsspielraum zudem selbst stark eingeschränkt. Wir gehen zwar davon aus, dass der Schwellenwert für die Arbeitslosenquote im Frühjahr 2015 erreicht wird.<sup>7</sup> Allerdings können bereits kleine Veränderungen bei der Partizipationsrate das Erreichen des Schwellenwertes

Abbildung 20: Zinsstrukturkurve in den Vereinigten Staaten 2013



Tagesdaten; Laufzeit der Staatsanleihen zwischen 1 Monat (1M) und 30 Jahren (30J).

Quelle: Federal Reserve Board.

<sup>6</sup> Neuere Untersuchungen deuten darauf hin, dass der Effekt der zusätzlichen Ankäufe sehr begrenzt ist (Curdia und Ferrero 2013).

<sup>7</sup> Unserer Prognose zu Folge wird die (Verbraucherpreis-) Inflation bereits im Jahr 2014 über dem Wert von 2,5 liegen. Die Fed orientiert sich jedoch am Deflator der privaten Konsumausgaben, der zuletzt deutlich weniger stark gestiegen ist.

um mehrere Jahre verzögern (Kasten 1). Deshalb ist die neue Kommunikationspolitik der Fed mittelfristig mit erheblichen Risiken verbunden.

Die *japanische Notenbank* hat ihren Expansionskurs seit Jahresbeginn massiv verstärkt. Nachdem sie zunächst im Januar ihr Inflationsziel auf 2 Prozent angehoben hatte, wurde Anfang April eine neue geldpolitische Strategie beschlossen. Kernpunkt ist die Absicht, die Zentralbankgeldmenge innerhalb von zwei Jahren zu verdoppeln, indem monatlich Wertpapiere, vor allem Staatsanleihen, im Umfang von monatlich rund 7 Billionen Yen erworben werden. Um die langfristigen Zinsen auf ihrem extrem niedrigen Niveau von weniger als 1 Prozent zu halten, sollen sich zudem die Wertpapierkäufe nun über das gesamte Laufzeitspektrum erstrecken, während bislang lediglich kurzlaufende Schatzwechsel und Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von bis zu drei Jahren erworben wurden.

Die Reaktion auf den neuen Kurs fiel zunächst nicht wie beabsichtigt aus: Die langfristigen Zinsen zogen im Mai an, und die japanische Währung geriet zeitweise unter Aufwertungsdruck. Sie hatte allerdings vorher in Erwartung einer erheblichen geldpolitischen Lockerung effektiv um rund 20 Prozent abgewertet. Inzwischen sind langfristigen Zinsen allerdings wieder auf das im April verzeichnete Niveau zurückgegangen, und auch der Wert des Yen ist wieder gesunken. Der Wechselkurs notierte zuletzt bei 100 Yen pro US-Dollar. Von der Politik der Bank von Japan dürften im Prognosezeitraum deutliche Impulse für die Konjunktur in Japan ausgehen. Wichtigster Kanal ist zunächst der Außenhandel, da japanische Produzenten durch die Abwertung im internationalen Wettbewerb erheblich begünstigt sind. Angesichts des relativ geringen Anteils der Exporte am Bruttoinlandsprodukt (15 Prozent, verglichen mit 14 Prozent in den Vereinigten Staaten, 32 Prozent im Vereinigten Königreich und 52 Prozent in Deutschland) und der Tatsache, dass Rohstoffe und wesentliche Vorleistungen zu nun höheren Kosten importiert werden müssen, dürfte dieser Effekt allerdings begrenzt sein.

Wichtiger ist, ob es gelingt die Inflationserwartungen in die Richtung der anvisierten 2-Prozent-Marke zu heben. In diesem Fall würden die Realzinsen spürbar sinken, die infolge der in den vergangenen Jahren vorherrschenden Deflationstendenzen trotz nominal extrem niedriger Verzinsung stets deutlich positiv waren. Voraussetzung wäre allerdings, dass es mit Hilfe der Notenbankkäufe gelingt, die Kapitalmarktzinsen niedrig zu halten. Dies ist zum einen nicht sicher, zum anderen ist eine solche Monetisierung von Wertpapieren auf längere Sicht mit dem Risiko verbunden, dass die Inflationserwartungen aus dem Ruder laufen.<sup>8</sup> Bislang ist die von der Regierung gewünschte Reflationierung sehr langsam in Gang gekommen. Zwar liegt die Inflationsrate seit einigen Monaten im positiven Bereich. Dies ist jedoch überwiegend auf den Anstieg der Importpreise zurückzuführen. Preisindizes, welche vor allem die heimischen Kostenkomponenten erfassen, sind bislang kaum gestiegen. So erhöhen sich die Preise für Unternehmensdienstleistungen in der Tendenz allenfalls leicht, die Löhne waren zuletzt sogar wieder rückläufig.

Die *Europäische Zentralbank* beließ im Sommer den Hauptrefinanzierungssatz auf dem Niveau von 0,5 Prozent, auf das sie ihn im Mai angesichts der schwachen Konjunktur und eines nachlassenden Preisauftriebs gesenkt hatte. Zu diesem Satz wird weiterhin Liquidität in unbegrenzter Menge zugeteilt, und die Anforderungen an die Qualität der Sicherheiten bleiben gesenkt, um insbesondere den Banken in den Krisenländern die Refinanzierung zu erleichtern. Wichtig für die monetären Rahmenbedingungen im Euroraum ist zudem das im Sommer 2012 beschlossene OMT-Programm. Es sieht vor, notfalls in unbegrenztem Umfang Staatsanleihen von Krisenländern aufzukaufen.

---

<sup>8</sup> Darüber hinaus besteht das Risiko einer ganzen Reihe von weiteren Nebenwirkungen, die auf mittlere Sicht Gefahren für die wirtschaftliche Stabilität und das längerfristige Wachstum darstellen (White 2012). Sie reichen von fehlenden Preissignalen bei der Bildung des Kapitalstocks über die Destabilisierung des Finanzsektors bis hin zum Verlust der Unabhängigkeit der Notenbank und dem Aufbau einer nicht nachhaltigen Verschuldungsposition des Staates.

**Kasten 1:**

Ist die Arbeitslosenquote ein guter Anker für die „forward guidance“ der Federal Reserve?

Die Federal Reserve (Fed) hat ihre zukünftige Geldpolitik eng an die Entwicklung der Arbeitslosenquote ausgerichtet. Konkret hat sie angekündigt, ihren Leitzins mindestens so lange nahe null zu belassen, wie die Arbeitslosenquote über 6,5 Prozent liegt, ihre eigenen Inflationsprognosen für ein bis zwei Jahre 2,5 Prozent nicht überschreiten und die Inflationserwartungen fest verankert sind. Ferner hat sie angekündigt, mit den monatlichen Anleihekäufen so lange fortzufahren, bis eine merkliche Besserung am Arbeitsmarkt eingetreten ist; diese Aussage wird derzeit dahingehend interpretiert, dass die Anleihekäufe demnächst reduziert werden und schließlich eingestellt werden, wenn die Arbeitslosenquote auf 7 Prozent gesunken ist. Durch diese ‚forward guidance‘ erhofft sich die Fed, die Zinsen am langen Ende weiter zu drücken und die Wirkung ihrer Politik zu erhöhen.<sup>a</sup>

Die Koppelung ihrer Geldpolitik an die Arbeitslosenquote erscheint aus Sicht der Fed naheliegend, ist sie doch neben dem Ziel der Preisniveaustabilität auch dem Ziel eines hohen Beschäftigungsgrads verpflichtet. Ferner legen Projektionen der Mitglieder des Offenmarktausschusses der Fed, der die geldpolitischen Entscheidungen trifft, nahe, dass die Notenbank die strukturelle Arbeitslosenquote derzeit zwischen 5 und 6 Prozent sieht, also deutlich unterhalb des kommunizierten Grenzwertes.

Allerdings wird die Arbeitslosenquote von zahlreichen Einflussfaktoren beeinflusst, die von einer Notenbank nur mittelbar oder gar nicht beeinflusst werden können. Sollte in den Vereinigten Staaten beispielsweise der Mindestlohn angehoben werden, so dürfte sich in der Folge die strukturelle Arbeitslosenquote erhöhen, und der Grenzwert würde bei gleicher Ausrichtung der Geldpolitik erst später erreicht werden.<sup>b</sup> Dasselbe wäre der Fall, wenn die Produktivität, die sich zuletzt sehr schwach entwickelte, bei einem vergleichbaren Beschäftigungsaufbau wieder beschleunigt zulegen würde (vgl. Altig 2013). Ferner ist die Verringerung der Arbeitslosenquote von 10 Prozent im Oktober 2009 auf zuletzt 7,3 Prozent – bei dem mäßigen Beschäftigungsaufbau – ausschließlich auf einen kräftigen Rückgang der Partizipationsrate zurückzuführen. Zwar deuten Langfrist-Projektionen des Congressional Budget Office und des Bureau of Labor Statistics darauf hin, dass der Rückgang der Partizipationsrate zu einem größeren Teil strukturell bedingt ist. Allerdings ist diese Schätzung mit

Unsicherheit behaftet. Zudem ist die Partizipationsrate kurzfristig erheblichen Schwankungen unterworfen, die sich massiv auf die Arbeitslosenquote auswirken können. So würde bei einem Beschäftigungsaufbau von 200 000 Stellen im Monat bei einer etwa unveränderten Partizipationsrate von 63,2 Prozent die Grenze von 6,5 Prozent bei der Arbeitslosenquote im Oktober 2014 erreicht werden, bei einem Rückgang der Partizipationsrate auf 63 Prozent schon im Mai 2014, bei einem Anstieg auf 64 Prozent dagegen erst im September 2016 (Tabelle K1-1).<sup>c</sup> Eine Zunahme der Partizipationsrate von einem Prozentpunkt (die Partizipationsrate ist beispielsweise zwischen April und Juni dieses Jahres um 0,9 Prozentpunkte gestiegen) kann somit bei einem Beschäftigungsaufbau von 200 000 Stellen im Monat dazu führen, dass der Grenzwert erst mehr als 2 Jahre später erreicht wird.

*Tabelle K1-1:*

Szenarien für das Erreichen des Schwellenwertes der Arbeitslosenquote<sup>i</sup>

Partizipationsrate	Beschäftigungszuwachs in 1 000		
	150	200	250
62,5	Dez 13	Dez 13	Nov 14
63,0	Apr 15	Mai 14	Feb 14
63,2	Okt 16	Okt 14	Mai 14
63,5	>Dez 17	Jun 15	Okt 14
64,0	>Dez 17	Sep 16	Jul 15

<sup>i</sup>Alternative Szenarien können auf der Seite <<http://www.frbatlanta.org/chcs/calculator/>> berechnet werden. — Der Beschäftigungszuwachs bezieht sich auf die Beschäftigung gemäß Befragungen von den privaten Haushalten (household survey). Für Veränderungen der Partizipationsrate wurde unterstellt, dass diese in den ersten sechs Monaten zu gleichen Teilen erfolgen.

Quelle: Bureau of Labor Statistics; eigene Berechnungen.

Bei alledem ist zu bedenken, dass ein Anstieg der Partizipationsrate generell eher mit einer Verbesserung der gesamtwirtschaftlichen Situation einhergeht. So würde ein struktureller Anstieg der Partizipationsrate für sich genommen das Produktionspotenzial einer Volkswirtschaft erhöhen. Gleich-

wohl könnte die Fed bei einem Beschäftigungsaufbau von 250 000 Stellen und einer Partizipationsrate von 64 Prozent ihrer eigenen Kommunikationspolitik zufolge die Zinsen erst später anheben, als wenn der Beschäftigungsaufbau lediglich 150 000 betragen und die Partizipationsrate bei 63 Prozent liegen würde (jeweils unterstellt, dass sich keine ernsthaften Inflationsgefahren abzeichnen). Neben strukturellen und erratischen Änderungen bei der Partizipationsrate dürfte die sukzessive Besserung am Arbeitsmarkt dazu führen, dass zahlreiche Personen, die zuvor die Arbeitsplatzsuche aufgegeben haben, dem Arbeitsmarkt wieder zur Verfügung stehen und so die Partizipationsrate zunimmt.<sup>d</sup>

Alles in allem ist die neue Kommunikationsstrategie aus Sicht der Fed scheinbar in sich schlüssig. Nachdem sie eine Reihe von Instrumenten ausprobiert hat, mit deren Wirkung sie offenbar nicht hinreichend zufrieden ist, verwendet sie ein neues Instrument, das aus theoretischer Sicht dazu in der Lage sein könnte, die expansive Wirkung der Geldpolitik noch zu erhöhen, und das in direkter Verbindung mit ihrem dualen Mandat steht. Zudem geht die Mehrheit der Mitglieder des Offenmarktausschusses der Fed offenbar davon aus, dass die Kapazitäten in den Vereinigten Staaten nach wie vor massiv unterausgelastet sind, eine langanhaltende Niedrigzinspolitik vergleichsweise geringe Nebenwirkungen hat und die Geldpolitik, nachdem die Schwellenwerte erreicht werden, im Bedarfsfall problemlos rasch gestrafft werden kann.

Ein Hauptproblem der neuen Kommunikationsstrategie der Fed ist, dass eine Reihe von Argumenten gegen ihre Sichtweise spricht. So deuten die historischen Erfahrungen mit Finanz- und Immobilienkrisen darauf hin, dass diese das Produktionsniveau permanent senken, so dass die Unterauslastung der Kapazitäten möglicherweise weniger stark ausgeprägt ist.<sup>e</sup> Ferner dürfte eine über einen langen Zeitraum sehr expansiv ausgerichtete Geldpolitik auch abseits von Risiken für die Preisniveaustabilität mit erheblichen Nebenwirkungen verbunden sein, wie einer erhöhten Risikoneigung bei den Finanzmarktakteuren und einer Verringerung der Leistungsfähigkeit des Bankensektors (vgl. White 2012). Schließlich ist zweifelhaft, ob ein rascher Ausstieg aus der Geldpolitik durchgeführt werden kann, ohne dass es zu Verwerfungen an den Finanzmärkten kommt. Darüber hinaus ist die Arbeitslosenquote für sich genommen ein unzureichender Indikator ist, um die Lage auf dem Arbeitsmarkt umfassend zu beurteilen.

Vor diesem Hintergrund ist die neue Kommunikationspolitik der Fed kritisch zu sehen, zumal die stimulierenden Auswirkungen auf die Konjunktur unklar sind. Denn nun hat die Fed es sich sehr erschwert, ihre Geldpolitik nennenswert zu straffen, selbst wenn sie es für angemessen halten sollte. Dies könnte insbesondere dann der Fall sein, wenn sie ihre eigenen Einschätzungen mit der Zeit ändern sollte oder sich einige der unerwünschten Nebenwirkungen der expansiven Geldpolitik bereits deutlich abzeichnen sollten. Vieles deutet darauf hin, dass die Geldpolitik bereits seit einiger Zeit deutlich zu expansiv ausgerichtet ist und die Fed somit bereits massive Risiken eingegangen ist (vgl. Jannsen und Scheide 2011). Durch die neue Kommunikationsstrategie haben sich diese Risiken weiter erhöht.

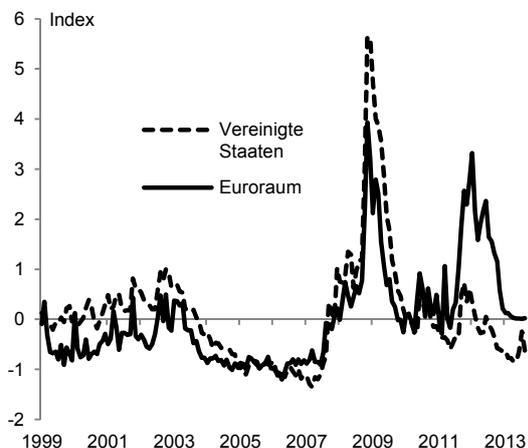
<sup>a</sup>Generelle Vor- und Nachteile einer „forward guidance“ der Geldpolitik sollen an dieser Stelle nicht diskutiert werden. Vgl. dafür Boysen-Hogrefe et al. (2013b: Exkurs). — <sup>b</sup>Für eine ausführliche Diskussion über die Auswirkungen eines Mindestlohns vgl. Groll und Kooths (2013). — <sup>c</sup>Für die Berechnungen wurde ein Anstieg der Erwerbsbevölkerung von 0,08 Prozent pro Monat unterstellt. — <sup>d</sup>Allein diese Entwicklung könnte zu einem Anstieg der Partizipationsrate um rund 0,5 Prozentpunkte führen. — <sup>e</sup>Vgl. z.B. Furceri und Mourougane (2009) oder Jannsen und Scheide (2010).

Schon die Ankündigung dieser Option hatte zur Folge, dass sich die Anspannungen an den Finanzmärkten deutlich verringert haben; seit Anfang dieses Jahres ist der Finanzmarktstress im Euroraum insgesamt nicht mehr ungewöhnlich hoch (Abbildung 21). Wir erwarten, dass die geldpolitische Ausrichtung der EZB im Prognosezeitraum unverändert expansiv bleiben wird. Mit einer weiteren Senkung des Hauptrefinanzierungssatzes ist aber wohl auch nicht zu rechnen, zumal sich die Konjunktur

nun allmählich belebt und ein solcher Schritt zur Linderung der Probleme im Euroraum, die zu großen Teilen struktureller Natur sind und nur Teile des Währungsgebiets betrifft, wohl keinen nennenswerten Beitrag leisten dürfte (Tabelle 1).

Die *Bank von England* hielt ihre Zinsen auf dem seit März 2009 bestehenden historischen Tief von 0,5 Prozent. Da die Wirtschaft offenbar allmählich wieder Tritt fasst, verzichtete die Notenbank seit November letzten Jahres, als

Abbildung 21:  
Finanzmarktstress in den Vereinigten Staaten und im Euroraum 1999–2013



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

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

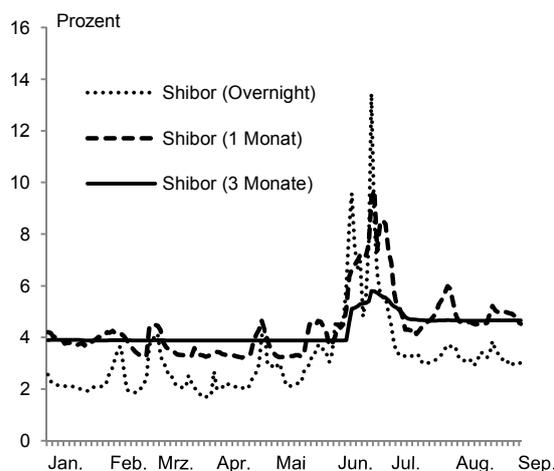
das zweite Programm zum Aufkauf von Staatsanleihen auslief, auf weitere Wertpapierkäufe. Hintergrund war auch der Eindruck, dass die durch die Maßnahmen der quantitativen Lockerung erzeugte Liquidität nicht wie gewünscht ihren Weg in die Realwirtschaft fand, sondern zu spekulativen Anlagen im Finanzsektor genutzt wurde. Um die Kreditvergabe anzuregen, wurde Mitte 2012 das sogenannte „Funding for Lending“-Programm initiiert (Bank of England 2012: 14–15), dessen Erfolg allerdings begrenzt ist; das Kreditvolumen ist nach wie vor rückläufig. Zuletzt ist der neue Zentralbankgouverneur zu einer Strategie der „Forward Guidance“ ähnlich der in den Vereinigten Staaten übergegangen. Sie besagt, dass die Notenbankzinsen unverändert bei 0,5 Prozent belassen werden, bis die Arbeitslosenquote die Marke von 7 Prozent unterschreitet. Dies wird nach den Prognosen der Notenbank erst im Jahr 2016 der Fall sein.

In den übrigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften bleibt die Geldpolitik ebenfalls deutlich expansiv. Sie war in der ersten Jahreshälfte verbreitet nochmals gelockert worden, und Zinsanhebungen sind derzeit nicht in Sicht. In

Südkorea dürften die Zinsen sogar nochmals gesenkt werden, zumal hier die Aufwertung des Won die Exporte belastet. Hingegen spricht der deutlich gefallene Außenwert der Währungen in Polen und in Ungarn dafür, dass die Zinsen dort vorerst nicht weiter gesenkt werden.

In den *Schwellenländern* haben sich die monetären Rahmenbedingungen in den vergangenen Monaten insgesamt spürbar verschlechtert. Besonders deutlich war dies in den Ländern mit hohem Leistungsbilanzdefizit, wo die Kapitalzuflüsse nachließen. Zudem erhöhten einige Notenbanken, etwa die der Türkei, von Indien oder von Brasilien, ihre Zinsen. Sie versuchen damit, den zum Teil sehr starken Abwertungsdruck auf die Landeswährung zu mindern, der die schon unerwünscht hohe Inflation weiter anzuheizen droht. In China ist die Inflation zwar vergleichsweise moderat. Gleichwohl wurde auch in China die Geldpolitik gestrafft. Die chinesische Zentralbank zeigt sich offenbar entschlossen, durch eine restriktivere Liquiditätsbereitstellung die Kreditexpansion im Land zu begrenzen. Der Verzicht darauf, eine Spitze im Liquiditätsbedarf der Geschäftsbanken zu akkommodieren, hatte im Sommer sogar Turbulenzen am Interbankenmarkt zur Folge, sichtbar an einem sprunghaften Anstieg der Zinsen am Interbankenmarkt (Abbildung 22).

Abbildung 22:  
Zinsen am Interbankenmarkt in China 2013



Tagesdaten.

Quelle: Shanghai Interbank Offered Rate (SHIBOR).

Die Situation hat sich inzwischen aber wieder entspannt und die Furcht vor einer Bankenkrise scheint sich vorerst verringert zu haben. Änderungen des Leitzinses und des Mindestreservesatzes wurden dagegen nicht als geldpolitisches Instrument eingesetzt; beide Größen verblieben seit Mitte des vergangenen Jahres unverändert.

Zunehmend wird vorgeschlagen, durch Kapitalverkehrsbeschränkungen unerwünschte schubartige Zu- und Abflüsse von kurzfristigem Finanzkapital zu behindern, die zu großen Ausschlägen bei den Wechselkursen führen können und eine an den Bedürfnissen des Landes orientierte nationale Geldpolitik erschweren (Rey 2013). So hatte Brasilien bereits Ende 2009 entsprechende Beschränkungen eingeführt. In Indien wurden nun in einer Phase von Kapitalabflüssen die Geldbeträge, die von Inländern frei ins Ausland transferiert werden können, deutlich beschnitten. Solche Maßnahmen sind aber wohl kaum geeignet, das Vertrauen in die wirtschaftlichen Perspektiven eines Landes zu erhöhen, und bergen das Risiko, dass Anleger ihr Kapital erst recht abziehen, um möglichen Kapitalverkehrskontrollen (wie sie etwa in der Asienkrise von Malaysia verhängt wurden) zuvorzukommen. Vielversprechender sind Maßnahmen, wie sie der neue Notenbankchef Indiens Rajan angekündigt hat: Kurzfristig soll durch Anreize, Dollars bei der Zentralbank zu deponieren, dem Devisenabfluss begegnet werden. Mittelfristig wurde eine Liberalisierung des Finanzsektors angekündigt, mit der Bremsen für das Wirtschaftswachstum, die in Indien von dieser Seite bestehen, gelöst werden sollen.

### Nachlassende Bremswirkung der Finanzpolitik

---

Nach wie vor verzeichnen die öffentlichen Haushalte in vielen fortgeschrittenen Volkswirtschaften hohe Defizite, und die Staatsverschuldung steigt weiter. Vor allem in Europa wurden zum Teil gravierende Maßnahmen, zur Konsolidierung ergriffen. Sie haben die Defizite bislang nur langsam gesenkt, nicht zuletzt weil

sich die Konjunktur schwächer entwickelte als erwartet. Zwar erscheint die Schlussfolgerung, dass von Sparprogrammen in der gegenwärtigen Situation abgesehen werden sollte, da die Fiskalmultiplikatoren gegenwärtig ungewöhnlich groß seien und das Ziel einer Defizitreduzierung dadurch nicht erreicht werden könnte, verfrüht; empirische Ergebnisse, die dies nahelegen (Blanchard und Leigh 2013), sind in erheblichem Umfang von der Entwicklung in einigen wenigen Ländern geprägt (Boysen-Hogrefe et al. 2013a: Kasten 2). Allerdings will die Europäische Kommission nun offenbar darauf verzichten, bei konjunkturbedingten Abweichungen von Defizitzielen auf zusätzliche Maßnahmen zu drängen. Im Prognosezeitraum wird die Finanzpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften insgesamt weiter restriktiv ausgerichtet sein, allerdings dürfte der fiskalische Impuls merklich geringer sein als im vergangenen Jahr.

In den *Vereinigten Staaten* stehen in den kommenden Wochen zwei bedeutende finanzpolitische Entscheidungen an. So steht die Einigung über den Bundeshaushalt für das Fiskaljahr 2014 noch aus, der Anfang Oktober in Kraft treten soll. Sollte das Parlament dem Haushalt nicht zustimmen, dürfte der Staat lediglich „existenzsichernde“ Aufgaben (z.B. medizinische Versorgung und Sicherheit) weiter finanzieren und müsste Ausgaben für andere Zwecke einstellen („government shutdown“). In der Folge würde beispielsweise ein Teil der Bediensteten in unbezahlten Urlaub geschickt und viele staatliche Tätigkeiten würden eingestellt werden. Sollte ein solcher Zustand über mehrere Wochen hinweg anhalten, würde die gesamtwirtschaftliche Aktivität erheblich in Mitleidenschaft gezogen werden. Die zweite bedeutsame Entscheidung betrifft die Anhebung der Schuldenobergrenze, die voraussichtlich Mitte Oktober erreicht werden wird. Sollte hier eine Einigung ausbleiben, müsste der Staat seine Ausgaben ausschließlich aus den laufenden Einnahmen speisen. Bei einem zu erwartenden Budgetdefizit von mehr als 3 Prozent für das Fiskaljahr 2014 wären somit erhebliche Kürzungen notwendig. Darüber hinaus droht den Vereinigten Staaten in diesem Fall ein

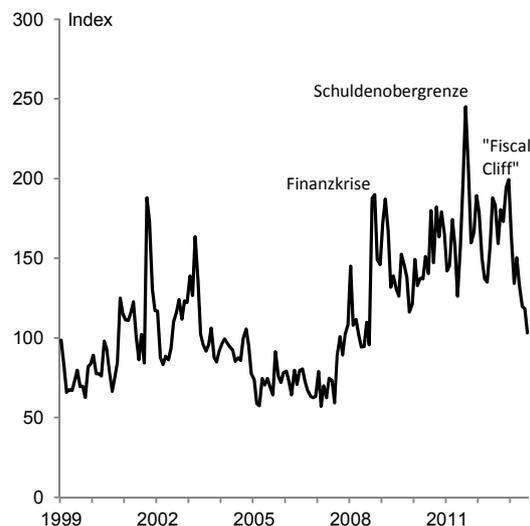
## Expansion der Weltwirtschaft bleibt moderat

„technischer Staatsbankrott“, wenn in der Folge z.B. Zinszahlungen auf Staatsanleihen nicht fristgerecht geleistet werden könnten. Dies würde die Finanzmärkte vermutlich destabilisieren. Eine Rezession wäre wohl unvermeidlich.

Zwar dürften die Verhandlungen – wie in den vergangenen Jahren auch – wieder sehr lange andauern und äußerst intensiv geführt werden. Wir erwarten aber, dass Präsident und Kongress sich bezüglich des Bundeshaushalts einigen und auch die Schuldenobergrenze angehoben wird, da sich beide Parteien über die wirtschaftlichen Konsequenzen einer Nichteinigung bewusst sind. Der Kompromiss dürfte weitere Ausgabenkürzungen und voraussichtlich auch den Abbau von Steuerausnahmetatbeständen beinhalten. Aber auch in diesem Fall dürfte die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte durch die mit den Verhandlungen verbundene Unsicherheit merklich gedämpft werden. Bereits in den vergangenen Jahren stieg die Unsicherheit – beispielsweise gemessen anhand eines Indikators für die politische Unsicherheit – während wichtiger Verhandlungen der beiden Parteien sprunghaft an (Abbildung 23). Der Indikator verzeichnete während der Verhandlungen über die Anhebung der Schuldenobergrenze im Jahr 2011 sogar höhere Werte als während der Finanzkrise. Infolge eines starken Anstiegs der politischen Unsicherheit würden sich wohl Unternehmen mit Investitionen zurückhalten und private Haushalte von größeren Anschaffungen vorübergehend absehen.<sup>9</sup>

Bei alledem dürfte das Budgetdefizit im laufenden Haushaltsjahr auf 4,2 Prozent zurückgehen, nach einem Defizit von 7 Prozent im Vorjahr (Abbildung 24). Im Haushaltsjahr 2014 wirkt die Finanzpolitik zwar erneut dämpfend, da einige der Maßnahmen, die im Rahmen der Verhandlungen über das „fiscal cliff“ zu Jahresbeginn verlängert worden waren, auf ein Jahr

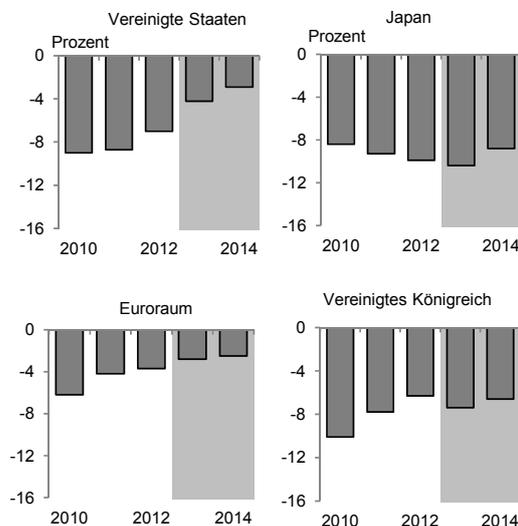
Abbildung 23: Unsicherheit über die Wirtschaftspolitik in den Vereinigten Staaten 1999–2013



Monatsdaten.

Quelle: policyuncertainty.com.

Abbildung 24: Staatliche Finanzierungssalden in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2010–2014



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

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

<sup>9</sup> Für eine detaillierte Analyse über die Auswirkungen der politischen Unsicherheit auf die Konjunktur vgl. Baker et al. (2013) und Boysen-Hogrefe et al. (2012: Kasten 1).

befristet sind und nun auslaufen. Hinzu kommen die im Rahmen eines Kompromisses über den Haushalt und die Anhebung der Schuldenobergrenze zu erwartenden zusätzlichen Kür-

zungen. Das Ausmaß der Restriktion wird aber deutlich geringer sein als in diesem Jahr. Das Budgetdefizit dürfte auf rund 3 Prozent zurückgehen.

In *Japan* hat die Regierung zu Jahresbeginn ein weiteres Konjunkturprogramm in der Größenordnung von 2,2 Prozent des Bruttoinlandsprodukts beschlossen, das im laufenden Jahr einen beträchtlichen fiskalischen Impuls geben wird.<sup>10</sup> Die Hälfte der Ausgaben soll auf öffentliche Investitionen entfallen, ein Schwerpunkt, der bereits in einer Reihe von Konjunkturpaketen den 1990er Jahren gesetzt worden war, allerdings ohne eine nachhaltige wirtschaftliche Expansion auszulösen. Das Konjunkturprogramm dürfte das gesamtstaatliche Budgetdefizit im laufenden Jahr auf ein Niveau von über 10 Prozent des Bruttoinlandsprodukts steigen lassen. Durch die fiskalische Expansion in diesem Jahr erhöht sich der Konsolidierungsbedarf in den kommenden Jahren weiter. Angesichts des Schuldenberges von inzwischen rund 250 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukts verzichtete Ministerpräsident Abe zuletzt darauf, seine Versprechung zu wiederholen, in den kommenden Jahren Mittel in der Größenordnung von 40 Prozent des gegenwärtigen Bruttoinlandsprodukts in die öffentliche Infrastruktur zu investieren. Die für April 2014 vorgesehene Erhöhung der Mehrwertsteuer von 5 auf 8 Prozent (gefolgt von einer weiteren Erhöhung auf 10 Prozent im Oktober 2015) soll nach gegenwärtigem Stand umgesetzt werden; die Bedingung, dass sich die japanische Wirtschaft auch im Sommer 2013 weiter erholt, ist offenbar erfüllt. Darüber hinaus entfallen die Mittel aus dem Konjunkturprogramm, so dass für 2014 mit einem stark restriktiven fiskalischen Impuls zu rechnen ist.

Die Finanzpolitik im *Euroraum* steht zwar weiterhin im Zeichen der Konsolidierung. Das Tempo der Konsolidierung nimmt allerdings im

Vergleich zum Vorjahr deutlich ab; das strukturelle Defizit dürfte sich im laufenden Jahr nur noch um gut ½ Prozentpunkt verringern. Die langsamere Gangart bei der Konsolidierung wird von der Europäischen Kommission gebilligt. Sie hat in den laufenden Defizitverfahren den betroffenen Ländern nun mehr Zeit zur Korrektur des Budgets eingeräumt. Zwar dürfte akzeptiert werden, dass einige Länder von den ursprünglich geplanten Konsolidierungszielen abweichen, auch um die politische Lage in einigen Ländern zu entspannen, die seit längerem eine stark restriktive Finanzpolitik verfolgen. Im Fall von Portugal, wo das Verfassungsgericht die Umsetzung wesentlicher Teile des Sparpakets untersagt hat, sind aber wohl neue Anstrengungen erforderlich, um wenigstens in die Nähe des anvisierten Einsparvolumens zu gelangen. Im kommenden Jahr dürfte das Budgetdefizit im Euroraum trotz einsetzender Konjunkturerholung nur noch wenig sinken, in Relation zum Bruttoinlandsprodukt auf 2,5 Prozent von voraussichtlich 2,8 Prozent in diesem Jahr. Der Rückgang des strukturellen Defizits wird ähnlich groß ausfallen, gegenüber dem laufenden Jahr also nochmals etwas geringer werden.

Auch im *Vereinigten Königreich* wird der seit 2010 betriebene deutlich restriktive finanzpolitische Kurs im Prognosezeitraum mit geringerem Elan verfolgt als bislang. Wurden die Maßnahmen bis zum vergangenen Jahr weitgehend planmäßig umgesetzt – die Tatsache, dass das Budgetdefizit bislang deutlich langsamer geschrumpft ist als erwartet, ist vor allem der schwachen Konjunktur zuzuschreiben –, sind Teile der für dieses und das nächste Jahr vorgesehenen Maßnahmen – im Wesentlichen deutliche Einschnitte bei den Sozialausgaben und den Budgets der Ministerien – auf die Zeit nach den Wahlen zum Unterhaus verschoben worden, die spätestens Mitte 2015 abgehalten werden müssen. So zeichnet sich ab, dass das Ziel eines strukturell ausgeglichenen Haushalts, das nach den ursprünglichen Planungen bereits im Fiskaljahr 2014/15 (April bis März) erreicht werden sollte und nach gegenwärtigem Stand für 2017/18 anvisiert wird, wohl nochmals verschoben wird.

<sup>10</sup> Der konjunkturelle Impuls, der von den von der japanischen Regierung beschlossenen Programmen ausgeht, ist regelmäßig schwer zu schätzen, da zu meist bereits implementierte Maßnahmen integriert und gleichzeitig an anderer Stelle Einsparungen vorgenommen werden. Die Deutsche Bundesbank (2013: 16) beziffert den effektiven fiskalischen Impuls auf 1 ¼ Prozent.

## Ausblick: Nur allmähliche Zunahme der weltwirtschaftlichen Dynamik

---

Die Indikatoren für die Weltkonjunktur haben sich in der jüngsten Zeit etwas verbessert, sie lassen für den Herbst einen etwas stärkeren Produktionsanstieg erwarten. Dies gilt sowohl für den Indikator für die weltwirtschaftliche Aktivität, den das Institut für Weltwirtschaft auf der Basis der Erwartungskomponenten von Stimmungsindikatoren errechnet, als auch das Ifo-Weltwirtschaftsklima und den Leading Indicator der OECD. Allerdings ist das Tempo der Expansion nach wie vor sehr mäßig. Zwar belebt sich die Konjunktur in den fortgeschritten Volkswirtschaften anscheinend allmählich, allerdings hat sich die zugrundeliegende Wachstumsdynamik in den Schwellenländern offenbar abgeschwächt, und eine Reihe von wichtigen Schwellenländern sieht sich Strukturproblemen gegenüber, die die Wachstumsaussichten für die kommenden Jahre eintrüben. Außerdem besteht das Risiko, dass es im Zusammenhang mit Verschiebungen von kurzfristigem Portfoliokapital als Reaktion auf eine Abkehr von der massiven Liquiditätsausweitung durch die Fed zu neuerlichen Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten kommt und einzelne Schwellenländer erheblich unter Druck geraten. Auch die Staatsschuldenkrise im Euroraum ist noch nicht gelöst; eine neuerliche Welle von Unsicherheit über die Zukunft im Währungsraum könnte im Prognosezeitraum ebenfalls die Finanzmärkte beunruhigen und die Nachfrage beeinträchtigen. Schließlich ist das Risiko eines neuerlichen deutlichen Ölpreisanstiegs vor dem Hintergrund der gegenwärtigen Unsicherheit über das Vorgehen in Syrien und der allgemein labilen Lage in der Region hoch. All dies könnte die sich anbahnende Erholung der Weltkonjunktur empfindlich stören.

Der Prognose liegt jedoch die Annahme zugrunde, dass neuerliche deutliche Anspannungen an den Finanzmärkten im Zusammenhang mit dem Einstieg in eine Normalisierung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten ausbleiben oder sich auf einzelne Länder beschränken. Für den Ölpreis rechnen wir mit einem Niveau

von 110 US-Dollar im vierten Quartal und realer Konstanz im verbleibenden Prognosezeitraum. Obwohl die Unsicherheit über den Umgang der Politik mit der Krise im Euroraum nach wie vor groß ist, steigt nach unserer Einschätzung die Wahrscheinlichkeit, dass die Zweifel am Bestand des Euroraums geringer werden und in der Folge auch die Konjunktur sich allmählich belebt, denn die wirtschaftlichen Anpassungsprozesse in den Krisenländern kommen allmählich sichtbar voran.

Bei diesen Annahmen dürfte auch das Tempo der weltwirtschaftlichen Expansion im Verlauf des kommenden Jahres nach und nach zunehmen. Insbesondere für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist im nächsten Jahr eine höhere Zuwachsrate in Sicht, wenngleich sie nach gemessen am längerfristigen Durchschnitt immer noch moderat ausfallen wird. Der Entschuldungsprozess im privaten Sektor ist insbesondere in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich weit vorangekommen. Nach wie vor ist aber eine Nachfrageexpansion, die darauf beruht, dass die privaten Haushalte ihre Sparquote reduzieren, wie es vor der Finanzkrise der Fall war, nicht zu erwarten. Hinzu kommen bremsende Einflüsse von der Finanzpolitik. Sie werden zwar im Euroraum an Gewicht verlieren und auch in den Vereinigten Staaten geringer werden; in Japan steht aber ein ausgeprägter Schwenk hin zu einer restriktiven Finanzpolitik bevor. Insgesamt rechnen wir für das Bruttoinlandsprodukt dieser Ländergruppe mit einer nur schwachen Zunahme von 1,2 Prozent in diesem Jahr (Tabelle 2). 2014 dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion merklich höher ausfallen. Mit 2,0 Prozent wird der Zuwachs aber gemessen an historischen Standards immer noch mäßig sein. So dürfte sich die Arbeitslosigkeit im kommenden Jahr nur leicht verringern.

In den Schwellenländern besteht zum Teil erheblicher Gegenwind vonseiten der Finanzmärkte, gleichzeitig wird aber die Finanzpolitik bemüht sein, die Konjunktur anzuregen. Dies dürfte im Prognosezeitraum zu einer wieder stärkeren Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion beitragen. Einer Rückkehr zu ähnlich hohen Expansionsraten, wie sie vor der Fi-

## Expansion der Weltwirtschaft bleibt moderat

Tabelle 2:

Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den fortgeschrittenen Ländern 2012–2014

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Europäische Union	38,9	-0,4	0,1	1,3	2,6	1,6	1,6	10,5	11,1	11,0
Schweiz	1,5	1,0	1,5	1,9	-0,7	-0,4	0,3	4,1	4,3	4,1
Norwegen	1,2	3,2	2,0	2,5	0,4	0,8	1,5	3,1	3,3	3,2
Vereinigte Staaten	36,7	2,8	1,5	2,3	2,1	1,7	2,6	8,0	7,4	6,9
Kanada	4,3	1,7	1,4	2,0	1,5	1,2	1,9	7,3	7,1	7,0
Japan	13,9	2,0	2,0	1,8	0,0	0,1	1,5	4,3	3,9	3,7
Australien	3,6	3,6	2,5	3,0	1,7	2,5	2,8	5,2	5,3	5,3
Südkorea	2,6	2,0	2,6	3,5	2,2	2,4	2,8	3,5	3,5	3,3
Aufgeführte Länder	100,0	1,5	1,2	2,0	2,0	1,5	2,1	8,3	8,3	8,1

Prozent. Gewicht gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2012 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 2012.

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

Tabelle 3:

Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2012–2014

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise		
		2012	2013	2014	2012	2013	2014
Weltwirtschaft	100	3,2	3,1	3,8	4,0	3,9	3,9
darunter:							
Fortgeschrittene Länder	51,8	1,4	1,1	2,0	2,0	1,5	2,1
China	14,9	7,8	7,5	7,0	2,7	2,5	2,5
Lateinamerika	7,7	2,9	3,4	4,4	6,2	6,7	5,8
Indien	5,6	3,6	3,5	5,0	9,3	10,0	9,0
Ostasiatische Schwellenländer	3,4	6,2	4,9	5,2	3,4	4,4	4,6
Russland	3,0	3,4	1,6	2,4	5,1	6,5	5,6
<i>Nachrichtlich:</i>							
Welthandelsvolumen		2,7	2,5	4,0			
Weltwirtschaft (gewichtet auf der Basis von Marktwechselkursen des Jahres 2012)		2,7	2,6	3,3	3,6	3,4	3,5

Prozent. Gewicht: Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2012 nach Kaufkraftparität. — Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise: Veränderungen gegenüber dem Vorjahr; Ostasiatische Schwellenländer: Thailand, Malaysia, Indonesien und Philippinen; Fortgeschrittene Länder: Die Werte stimmen nicht notwendigerweise mit denen in Tabelle 2 überein, da der Länderkreis hier breiter gefasst ist und ein anderes Konzept bei der Gewichtung verwandt wird.

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

nanzkrise verzeichnet wurden, stehen aber das Fehlen einer kräftig zunehmenden Nachfrage in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften sowie strukturelle Probleme in einer Reihe von großen Schwellenländern entgegen.

Alles in allem rechnen wir mit einem Anstieg der Weltproduktion im laufenden Jahr um 3,1

Prozent (Tabelle 3); damit haben wir unsere Prognose für das laufende Jahr um 0,1 Prozent reduziert. Für 2014 haben wir unsere Erwartungen vor allem aufgrund ungünstigerer Aussichten für die Schwellenländer ebenfalls leicht gesenkt; wir prognostizieren nun eine Zunahme des globalen Bruttoinlandsprodukts um 3,8

Prozent (Juniprognose 3,9 Prozent). Bei diesem Expansionstempo geht die Auslastung der weltweiten Produktionskapazitäten in diesem Jahr zurück, und sie steigt auch im Durchschnitt des kommenden Jahres noch nicht wieder an. Der Welthandel nimmt 2013 mit einer Rate von rund 2,5 Prozent voraussichtlich abermals deutlich schwächer zu als im mittelfristigen Trend. Für 2014 erwarten wir eine moderate Beschleunigung auf 4 Prozent. Der Verbraucherpreisanstieg dürfte sich in diesem Jahr im nächsten Jahr nur wenig verändern.

### Die Prognose im Einzelnen

In den *Vereinigten Staaten* dürfte das Bruttoinlandsprodukt vorerst weiter verhalten expandieren. Zwar haben zuletzt einige Konjunkturindikatoren wie das Verbrauchervertrauen, der Einkaufsmanagerindex und der Frühindikator des Conference Board etwas angezogen. Allerdings befinden sich viele Stimmungsindikatoren noch auf einem recht niedrigen Niveau. Zudem dürfte die Konjunktur in den kommenden Monaten von einer zunehmenden Unsicherheit aufgrund der Verhandlungen über den Bundeshaushalt und die Anhebung der Schuldenobergrenze gebremst werden. Schließlich kommt es zu Beginn des kommenden Jahres voraussichtlich erneut zu einer fiskalischen Restriktion.

Im Verlauf des kommenden Jahres dürften die Auftriebskräfte zunehmend an Kraft gewinnen. So ist die private Verschuldung spürbar zurückgegangen, die Belastungen für den Bankensektor durch Kreditausfälle und Zahlungsverzögerungen sind sukzessive zurückgegangen, und am Immobilienmarkt hat bereits seit einiger Zeit ein kräftiger Aufschwung eingesetzt, der weiter anhalten dürfte. Vor diesem Hintergrund wird wohl auch die sehr expansiv ausgerichtete Geldpolitik ungeachtet des Auslaufens des Ankaufprogramms von Wertpapieren an Wirkung gewinnen.

Alles in allem deuten die bereits vorliegenden Daten – beispielsweise für die privaten Konsumausgaben – darauf hin, dass das Bruttoinlandsprodukt im dritten Quartal lediglich

mit einer laufenden Jahresrate von knapp 2 Prozent zulegen wird. Für das laufende Jahr insgesamt rechnen wir mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 1,5 Prozent (Tabelle 4). Im kommenden Jahr dürfte es um 2,3 Prozent expandieren. Das größte Risiko für die Konjunktur besteht darin, dass es nicht rechtzeitig zu einer Einigung über den Bundeshaushalt und die Anhebung der Schuldenobergrenze kommt. In diesem Fall könnten die Vereinigten Staaten sogar in eine neuerliche Rezession abgleiten. Die Arbeitslosenquote dürfte im laufenden Jahr durchschnittlich bei 7,4 Prozent liegen und im kommenden Jahr auf 6,9 Prozent zurückgehen. Der Schwellenwert für eine Anhebung der Notenbankzinsen von 6,5 Prozent wird unserer Prognose zufolge im Frühjahr 2015 erreicht werden. Die Inflation wird im laufenden Jahr wohl 1,7 Prozent betragen und sich im kommenden Jahr auf 2,6 Prozent beschleunigen.

Tabelle 4:  
Eckdaten zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2011–2014

	2011	2012	2013	2014
Bruttoinlandsprodukt	1,8	2,8	1,5	2,3
Inlandsnachfrage	1,7	2,6	1,5	2,2
Privater Verbrauch	2,5	2,2	1,8	2,1
Staatsnachfrage	-3,2	-1,0	-2,3	-0,8
Anlageinvestitionen	6,2	8,3	4,8	7,2
Ausrüstungen	12,7	7,6	3,1	5,4
Geistige Eigentumsrechte	4,4	3,4	3,1	3,8
Gewerbliche Bauten	2,1	12,7	0,6	6,8
Wohnungsbau	-1,3	12,9	13,2	11,1
Vorratsveränderungen	-0,2	0,2	0,0	0,0
Außenbeitrag	0,2	0,2	0,1	0,0
Exporte	7,1	3,5	2,9	7,4
Importe	4,9	2,2	2,0	6,1
Verbraucherpreise	3,2	2,1	1,7	2,6
Arbeitslosenquote	8,9	8,0	7,4	6,9
Leistungsbilanzsaldo	-3,1	-3,3	-3,0	-2,9
Budgetsaldo (Bund)	-8,7	-7,0	-4,2	-3,4

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

Die Konjunktur in *Japan* erhält im laufenden Jahr durch zusätzliche Ausgaben des Staates im Rahmen des Konjunkturprogramms kräftige Impulse. Hinzu kommen Anregungen von der Geldpolitik und eine wechselkursbedingte deutliche Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit im Außenhandel. Dank dieser Impulse wird das Bruttoinlandsprodukt voraussichtlich auch im weiteren Jahresverlauf deutlich zunehmen. Im vierten Quartal dürfte es sein Vorjahresniveau um rund 3,5 Prozent übertreffen. Die Zuwachsrate für das Jahr insgesamt wird allerdings aufgrund des niedrigen Niveaus zu Jahresbeginn nur 2 Prozent betragen und damit nicht höher sein als 2012 (Tabelle 5). Für 2014 ist als Folge der Mehrwertsteuererhöhung und rückläufiger Staatsausgaben eine deutlich schwächere Expansion im Jahresverlauf zu erwarten; im Jahresdurchschnitt dürfte sich aber immer noch ein Zuwachs von 1,8 Prozent ergeben. Die Verbraucherpreise werden im laufenden Jahr trotz der abwertungsbedingt steigenden Importpreise kaum zunehmen, im kommenden Jahr dürften

sie um 1,5 Prozent steigen, was freilich wesentlich auf die Mehrwertsteueranhebung zurückzuführen ist. Die Arbeitslosigkeit geht im Prognosezeitraum leicht zurück; sie dürfte im kommenden Jahr auf 3,7 Prozent sinken.

Im *Euroraum* dürfte sich die leichte konjunkturelle Belebung in den kommenden Monaten fortsetzen.<sup>11</sup> Darauf deuten die Indikatoren zur Stimmung bei Unternehmen und Konsumenten hin. Allerdings wird die Konjunktur vorerst wohl kaum merklich an Schwung gewinnen. Insbesondere die Binnennachfrage dürfte die Konjunktur weiter bremsen. Nach wie vor leiden die Unternehmensinvestitionen unter den in einigen Ländern sehr ungünstigen Finanzierungsbedingungen sowie den schlechten inländischen Absatzperspektiven. Der private Verbrauch wird durch die hohe Arbeitslosigkeit und geringe Lohnzuwächse belastet. Begünstigt wird die Konjunktur dadurch, dass der fiskalische Restriktionsgrad im Vergleich zu den vergangenen Jahren gering sein wird. Dennoch werden die bisher umgesetzten Maßnahmen die Konjunktur auch in diesem Jahr noch merklich dämpfen. In den Krisenländern wird die Rezession allmählich auslaufen. Für das laufende Jahr sind allerdings nochmals empfindliche Rückgänge beim Bruttoinlandsprodukt zu erwarten. Auch in einigen Kernländern wird die Produktion im Jahresdurchschnitt schrumpfen, wenngleich nicht so stark wie in den Krisenländern (Tabelle 6). Für den Euroraum insgesamt rechnen wir mit einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts um 0,4 Prozent in diesem Jahr und einem Anstieg von 1,1 Prozent im Jahr 2014. Der Inflationsdruck wird aufgrund der stark unterausgelasteten Kapazitäten wohl gering bleiben, die Verbraucherpreise dürften im Jahresdurchschnitt sowohl 2013 als auch 2014 lediglich um 1,4 Prozent zulegen.

Im *Vereinigten Königreich* dürfte die Produktion im zweiten Halbjahr dieses Jahres weiter expandieren. Für das dritte Quartal ist nochmals mit einem recht deutlichen Zuwachs zu rechnen, hierfür spricht die deutlich verbes-

Tabelle 5:  
Eckdaten zur Konjunktur in Japan 2011–2014

	2011	2012	2013	2014
Bruttoinlandsprodukt	-0,6	2,0	2,0	1,8
Inlandsnachfrage	0,3	2,8	1,8	1,5
Privater Verbrauch	0,5	2,4	2,0	1,1
Staatskonsum	1,4	2,4	1,5	1,3
Anlageinvestitionen	1,3	4,1	2,6	0,0
Unternehmensinvestitionen	3,3	1,8	-0,8	3,9
Wohnungsbau	5,5	3,0	6,3	2,7
Öffentliche Investitionen	-7,0	12,5	10,6	1,2
Lagerinvestitionen	-0,4	0,0	-0,3	0,0
Außenbeitrag	-1,1	-1,0	0,1	0,2
Exporte	-0,4	-0,1	2,8	6,1
Importe	5,9	5,5	1,7	4,3
Verbraucherpreise	-0,3	0,0	0,1	1,5
Arbeitslosenquote	4,6	4,3	3,9	3,7
Leistungsbilanzsaldo	2,1	1,0	1,2	1,7
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo	-9,3	-9,9	-10,4	-8,8

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

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

<sup>11</sup> Zu Einzelheiten der Konjunkturprognose für den Euroraum siehe Boysen-Hogrefe et al. (2013b).

## Expansion der Weltwirtschaft bleibt moderat

**Tabelle 6:**

Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2011–2014

	2011	2012	2013	2014
Bruttoinlandsprodukt	1,6	-0,6	-0,4	1,1
Inlandsnachfrage	0,7	-2,2	-0,8	0,9
Privater Verbrauch	0,3	-1,4	-0,5	0,8
Staatsverbrauch	-0,1	-0,6	0,3	0,8
Anlageinvestitionen	1,7	-3,7	-3,4	1,3
Vorratsveränderungen	0,2	-0,5	0,1	0,1
Außenbeitrag	0,9	1,6	0,5	0,3
Exporte	6,5	2,7	1,2	4,9
Importe	4,5	-1,0	0,1	4,8
Verbraucherpreise	2,7	2,5	1,4	1,4
Arbeitslosenquote	10,1	11,4	12,2	12,2
Leistungsbilanzsaldo	0,2	1,3	2,1	2,3
Budgetsaldo	4,2	-3,7	-2,8	-2,5

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

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

serte Stimmung in der Industrie. Der Einkaufsmanagerindex im verarbeitenden Gewerbe ist im September auf den höchsten Stand seit zweieinhalb Jahren gestiegen. Für das Jahr 2013 erwarten wir einen Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts um 1,4 Prozent, nach einem Anstieg um lediglich 0,2 Prozent im vergangenen Jahr (Tabelle 7). Im kommenden Jahr wird das Bruttoinlandsprodukt voraussichtlich um 1,6 Prozent zulegen. Das außenwirtschaftliche Umfeld und in der Folge auch die Aussichten für Exporte und Investitionen dürften sich im Prognosezeitraum allmählich verbessern. Der private Konsum wird dadurch gestützt, dass die Beschäftigung zunimmt und die Schuldendienstbelastung der privaten Haushalte infolge der anhaltend niedrigen Zinsen und geringerer Verschuldung zurückgeht. Die Binnennachfrage wird allerdings weiterhin durch die Finanzpolitik leicht gedämpft.

In den übrigen Mitgliedsländern der EU dürfte sich die Überwindung der Rezession im Euroraum positiv auswirken. Die Produktionsentwicklung im Euroraum beeinflusst die Konjunktur vor allem in den Ländern Mitteleuropas

**Tabelle 7:**

Eckdaten zur Konjunktur im Vereinigten Königreich 2011–2014

	2011	2012	2013	2014
Bruttoinlandsprodukt	0,9	0,2	1,4	1,6
Inlandsnachfrage	-0,6	0,7	1,3	1,5
Privater Verbrauch	-1,0	1,1	1,5	1,8
Staatsverbrauch	-0,1	2,8	1,5	0,1
Anlageinvestitionen	-0,9	0,5	1,4	2,6
Vorratsveränderungen	0,3	-0,2	0,2	0,0
Außenbeitrag	1,2	-0,5	-0,1	0,2
Exporte	4,6	0,9	0,9	2,8
Importe	0,5	2,8	0,6	2,5
Verbraucherpreise	4,5	2,8	2,7	2,5
Arbeitslosenquote	8,1	7,9	7,7	7,5
Leistungsbilanzsaldo	-1,9	-3,8	-3,4	-3,2
Budgetsaldo	-7,8	-6,3	-7,4	-6,6

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

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

erheblich, denn sie sind sehr stark in die Produktionsketten der europäischen Industrie eingebunden und der Anteil der Industrie an der gesamtwirtschaftlichen Produktion ist in einigen Ländern recht hoch. In einzelnen Ländern, etwa in Ungarn oder in Tschechien, in denen in den vergangenen beiden Jahren erhebliche Konsolidierungsmaßnahmen beschlossen worden waren, lassen die Belastungen von dieser Seite nach. Einige der Länder Mittel- und Osteuropas sind zur Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten auf Kapitalzuflüsse aus dem Ausland angewiesen. Bislang ist es nicht zu einem abrupten Entzug von Auslandskapital gekommen wie in einigen Schwellenländern. Für die Prognose unterstellen wir, dass es von dieser Seite nicht zu erheblichen Störungen kommt. Unter dieser Voraussetzung dürfte die Produktion in den mittel- und osteuropäischen Ländern der EU im kommenden Jahr mit der erwarteten Belebung der Konjunktur im Euroraum und etwas anziehender Nachfrage im übrigen Ausland wieder etwas stärker steigen (Tabelle 8).

## Expansion der Weltwirtschaft bleibt moderat

**Tabelle 8:**

Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den EU-Ländern 2012–2014

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Deutschland	20,5	0,7	0,5	1,8	2,2	1,6	2,1	5,5	5,4	5,1
Frankreich	15,6	0,0	0,3	1,1	2,2	1,0	1,4	10,3	11,0	10,8
Italien	12,1	-2,4	-1,6	0,6	3,3	1,5	1,2	10,7	12,1	12,3
Spanien	8,1	-1,4	-1,4	0,5	2,4	1,2	0,3	25,1	26,4	26,7
Niederlande	4,6	-1,2	-1,0	0,9	2,8	2,8	1,5	5,3	7,0	7,4
Belgien	2,9	-0,3	-0,1	0,9	2,6	1,4	1,6	7,6	8,6	9,0
Österreich	2,4	0,9	0,5	1,4	2,6	2,2	1,9	4,4	4,9	4,7
Griechenland	1,5	-6,4	-4,0	-1,0	1,0	-0,7	-0,4	24,3	27,7	29,3
Finnland	1,5	-0,8	-0,1	1,2	3,2	2,3	2,0	7,7	8,0	7,7
Portugal	1,3	-3,2	-1,6	0,7	2,8	0,6	0,7	15,9	17,0	16,5
Irland	1,3	0,2	-0,7	1,0	1,9	0,8	1,1	14,7	13,7	13,0
Slowakei	0,6	2,0	1,0	2,2	3,7	1,9	2,1	14,0	14,5	14,5
Luxemburg	0,3	0,3	0,5	1,5	2,9	1,8	1,7	5,0	5,6	5,3
Slowenien	0,3	-2,3	-2,5	0,0	2,8	2,3	1,4	8,9	11,2	12,0
Estland	0,1	3,2	0,6	2,0	4,2	3,3	2,8	10,1	8,3	7,5
Zypern	0,1	-2,4	-6,0	-4,0	3,1	0,9	0,5	11,8	17,0	21,0
Malta	0,1	1,0	1,2	1,7	3,2	1,2	1,5	6,4	6,2	6,1
Vereinigtes Königreich	14,8	0,2	1,4	1,6	2,8	2,7	2,5	7,9	7,7	7,5
Polen	2,9	1,9	1,2	2,0	3,7	1,2	1,9	10,1	10,5	10,1
Schweden	3,2	0,7	1,4	2,5	0,9	0,3	1,2	8,0	8,1	7,9
Dänemark	1,9	-0,4	0,4	1,2	2,4	0,8	1,1	7,5	6,8	6,1
Tschechien	1,2	-1,2	-0,6	2,0	3,5	1,6	1,9	7,0	7,1	6,5
Rumänien	1,0	0,4	1,6	2,5	3,4	4,5	3,0	7,0	7,3	7,1
Ungarn	0,8	-1,7	0,5	1,3	5,7	2,6	3,1	10,9	10,7	10,5
Kroatien	0,3	-2,0	-0,2	1,4	3,4	3,0	2,8	16,0	17,5	18,0
Bulgarien	0,3	0,8	1,2	2,2	2,4	2,0	1,9	12,3	12,7	12,0
Litauen	0,3	3,7	3,1	3,5	3,2	2,3	2,7	13,3	12,2	11,0
Lettland	0,2	5,6	4,0	4,5	2,3	1,5	2,5	15,1	12,1	10,0
Europäische Union	100,0	-0,4	0,1	1,3	2,6	1,6	1,6	10,5	11,1	11,0
<i>Nachrichtlich:</i>										
Europäische Union 15	91,9	-0,4	0,0	1,2	2,5	1,6	1,6	10,7	11,3	11,2
Beitrittsländer	8,1	0,6	0,7	1,9	3,7	2,0	2,2	10,0	10,2	9,9
Euroraum	73,2	-0,6	-0,4	1,1	2,5	1,4	1,4	11,4	12,2	12,2
Euroraum ohne Deutschland	52,7	-1,1	-0,7	0,8	2,6	1,3	1,1	13,5	14,7	14,8

Prozent. Gewicht: auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2012. — Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Verbraucherpreise: Veränderung gegenüber dem Vorjahr, harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — Arbeitslosenquote: standardisiert nach dem ILO-Konzept, Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2012. — Beitrittsländer seit 2004.

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

Für die *Schwellenländer* rechnen wir insgesamt mit einer allmählichen Festigung der Konjunktur, die Ausweitung der Produktion wird aber weiterhin verhalten ausfallen. In *China* dürfte sich der Produktionsanstieg nach einer leichten Belebung im zweiten Halbjahr im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums wieder etwas verringern. So gibt es zwar am aktuellen Rand einige positive Signale. Sowohl der offi-

elle als auch der von HSBC/Markit veröffentlichte Einkaufsmanagerindex liegen im Expansionsbereich, und auch die Warenausfuhren stiegen zuletzt wieder an. Als Folge einer restriktiveren Kreditvergabe erwarten wir aber eine schwächere Ausweitung der Investitionen, so dass sich die Zunahme des Bruttoinlandsprodukts gegen Ende des laufenden Jahres wohl wieder verlangsamen wird. Wir rechnen

## Expansion der Weltwirtschaft bleibt moderat

für das Jahr 2013 insgesamt mit einem Zuwachs der gesamtwirtschaftlichen Produktion von knapp 7,5 Prozent. Im Jahr 2014 dürfte sie sich um reichlich 7 Prozent erhöhen (Tabelle 9). Angesichts der hohen Verschuldung der Unternehmen und der Tatsache, dass in der jüngeren Vergangenheit offenbar beträchtliche Überkapazitäten, nicht zuletzt bei Immobilien, aufgebaut wurden, besteht das Risiko, dass die wirtschaftliche Aktivität sogar stärker an Dynamik verliert als prognostiziert.

In *Indien* wird das Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2013 voraussichtlich nochmals langsamer zunehmen als im vergangenen Jahr (3,6 Prozent). Zusätzliche öffentliche Investitionen, insbesondere für dringend benötigte Infrastrukturprojekte, und anziehende Exporte aufgrund der Abwertung der Rupie dürften im Prognose-

zeitraum dazu beitragen, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion wieder etwas schneller zunimmt. Auch der Frühindikator der OECD deutet auf eine, wenn auch nur verhaltene, Belebung der Wirtschaft hin. Im kommenden Jahr dürfte das Bruttoinlandsprodukt so zwar wieder etwas stärker zunehmen als zuletzt, mit rund 5 Prozent bleibt die Expansionsrate aber weiterhin deutlich hinter den Raten zurück, die im vergangenen Jahrzehnt verzeichnet worden waren. Außerdem bestehen beträchtliche Abwärtsrisiken. Zum einen könnten ein anhaltender Abfluss von Auslandskapital und eine weitere Abwertung des Wechselkurses die Finanzierungsbedingungen verschlechtern und das Geschäftsklima belasten. Ein Risiko ist auch, dass wichtige Reformen (beispielsweise der Abbau von Beschränkungen bei ausländischen

Tabelle 9:

Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in ausgewählten Schwellenländern 2011–2014

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
		2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
Indonesien	4,0	6,5	6,2	5,5	5,5	5,4	4,3	7,0	6,5
Thailand	2,1	0,1	6,5	3,0	4,5	3,8	3,0	2,5	3,0
Philippinen	1,4	3,6	6,8	7,0	5,5	4,7	3,2	3,0	4,0
Malaysia	1,6	5,4	5,4	4,0	5,0	3,2	1,7	2,0	2,5
Insgesamt	9,1	4,4	6,2	4,9	5,2	4,5	3,4	4,4	4,6
China	40,7	9,3	7,8	7,5	7,0	5,4	2,7	2,5	2,5
Indien	15,4	7,8	3,6	3,5	5,0	8,9	9,3	10,0	9,0
Asien insgesamt	65,2	8,3	6,6	6,2	6,3	6,1	4,3	4,5	4,3
Brasilien	7,7	2,7	0,9	3,1	4,5	6,6	5,4	6,5	5,5
Mexiko	5,8	3,9	3,9	3,0	4,5	3,4	4,1	3,5	3,5
Argentinien	2,4	8,9	1,9	3,5	4,0	9,8	10,0	10,5	9,0
Kolumbien	1,6	6,6	4,0	4,0	5,0	3,4	3,2	2,2	3,0
Chile	1,1	5,8	5,6	5,5	6,0	3,3	3,0	1,5	2,0
Peru	1,1	6,9	6,3	7,0	6,5	3,4	3,7	2,5	3,0
Venezuela	1,3	4,2	5,6	1,0	1,0	27,2	21,1	28,0	20,0
Lateinamerika insgesamt	21,0	4,5	2,9	3,4	4,4	6,8	6,2	6,7	5,8
Russland	8,2	4,3	3,4	1,6	2,4	8,4	5,1	6,5	5,6
Türkei	3,7	8,5	2,7	1,5	3,0	6,5	8,9	8,5	7,5
Südafrika	1,9	3,5	2,5	2,0	3,5	5,0	5,6	7,0	6,0
Aufgeführte Länder	100,0	7,1	5,3	5,0	5,4	6,4	5,0	5,3	4,9

Prozent. Gewicht: gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2012 nach Kaufkraftparitäten. — Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr (auf 0,5 Prozentpunkte gerundet). — Verbraucherpreise: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (auf 0,5 Prozentpunkte gerundet). — Asien insgesamt, Lateinamerika insgesamt: aufgeführte Länder.

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

Direktinvestitionen) verzögert werden. Schließlich kommt die geplante Reduzierung des hohen Defizits im Staatshaushalt nicht voran, vielmehr dürfte es im kommenden Jahr noch steigen, sofern das gerade beschlossene Gesetz zur Bereitstellung subventionierter Lebensmittel für große Bevölkerungsgruppen umgesetzt wird.

Das Bruttoinlandsprodukt in der Gruppe der *südostasiatischen Schwellenländer* dürfte im laufenden Jahr um knapp 5 Prozent steigen (2012: 6,2 Prozent). Geringere Zuwachsraten als im Vorjahr sind insbesondere für Thailand zu erwarten. Zuletzt ist auch die Wirtschaft in Indonesien unter Druck geraten. Als einziges Land der Ländergruppe mit einem Leistungsbilanzdefizit ist Indonesien besonders anfällig gegenüber Entwicklungen an den internationalen Finanzmärkten, wie sie zuletzt als Folge der sich abzeichnenden Kursänderung der US-Notenbank zu beobachten waren. Um dem Abfluss ausländischen Kapitals zu begegnen, den Wechselkurs zu stabilisieren und dadurch die zuletzt stark gestiegene Inflation einzudämmen (letzter verfügbarer Wert: 8,6 Prozent), wurde der geldpolitische Kurs zunehmend restriktiv ausgerichtet. Die indonesische Zentralbank erhöhte seit Juni ihre Zinsen bereits mehrmals, zusammengekommen um 125 Basispunkte. Für die Ländergruppe insgesamt erwarten wir gleichwohl infolge einer wieder anziehenden Konjunktur in Thailand, dass sich der Produktionsanstieg im kommenden Jahr mit 5,2 Prozent wieder leicht beschleunigt.

In *Lateinamerika* wird sich die konjunkturelle Dynamik im Prognosezeitraum voraussichtlich leicht beschleunigen. Die Wirtschaftspolitik verfügt über genug Spielraum, der Konjunktur angesichts ungünstigerer Rahmenbedingungen von den internationalen Finanzmärkten Anregungen zu geben. In Brasilien dürfte sich die allmähliche konjunkturelle Belebung als Folge expansiver Maßnahmen der Finanzpolitik trotz der Zinserhöhungen durch die

Notenbank fortsetzen. Im Prognosezeitraum wird sich die öffentliche Investitionstätigkeit in Vorbereitung auf die Fußballweltmeisterschaft im Jahr 2014 merklich erhöhen. Auch andersorts werden öffentliche Infrastrukturprogramme beträchtliche fiskalische Impulse geben. Für das Jahr 2013 rechnen wir mit einer Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion um 3,4 Prozent. Im Jahr 2014 dürfte der Anstieg vor dem Hintergrund der leichten Belebung der Weltkonjunktur etwas kräftiger ausfallen.

Die Konjunktur in *Russland* dürfte im weiteren Verlauf dieses und des nächsten Jahres nur allmählich an Fahrt gewinnen. Zwar verbessern sich die Perspektiven für die Ausfuhren mit wieder stärkerer wirtschaftlicher Aktivität in Europa. Die Exporterlöse werden außerdem durch den wieder höheren Ölpreis und steigende Preise für Industrierohstoffe begünstigt. Die Binnennachfrage wird aber weiterhin durch die hohe Inflation gebremst, die im Prognosezeitraum kaum sinken wird. Anders als in den Vorjahren gehen zudem von den Ausgaben des Staates kaum Impulse aus. Die neue Fiskalregel sieht vor, das Defizit im Bundeshaushalt auf 0,5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt zu begrenzen. Um dies zu erreichen, soll der Ausgabenanstieg eng begrenzt werden. So ist bereits vereinbart worden, Teile des umfangreichen Rüstungsprogramms auf die Jahre nach 2016 zu verschieben. Um das Defizit in der Rentenkasse zu verringern, sollen die Arbeitgeberbeiträge angehoben werden. Die Notenbank hat die Zinsen trotz der Konjunkturschwäche bislang konstant gehalten und dürfte sie angesichts der unerwünscht hohen Inflation und des anhaltenden Abwertungsdrucks auf den Rubel auch bis auf Weiteres nicht senken. Alles in allem rechnen wir für das kommende Jahr mit einem Produktionsanstieg um 2,4 Prozent, nach 1,6 Prozent im laufenden Jahr.

## Literatur

---

- Abeysinghe, T. (2008). Interpolated Quarterly GDP Data for Malaysia, Indonesia, Thailand, Philippines and China. Via Internet (10. September 2013) <<http://courses.nus.edu.sg/course/ecstabeysinghe/gdpdata.xls>>.
- Altig, D. (2013). GDP, Jobs, and Growth Accounting. Via Internet (5. September 2013) <<http://macroblog.typepad.com/macroblog/2013/08/gdp-jobs-and-growth-accounting.html>>.
- Baker, S., N. Bloom und S. Davis (2013). Measuring Economic Policy Uncertainty. Mimeo, 19. Mai.
- Bank of England (2012). *Inflation Report*. November. London.
- Blanchard, O., und D. Leigh (2013). Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers. IMF Working Paper 13/1. International Monetary Fund, Washington, D.C.
- Boysen-Hogrefe, J., D. Groll, N. Jannsen, S. Kooths, B. van Roye und J. Scheide (2012). Deutschland: Ausgeprägte Konjunkturschwäche. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2012. Kieler Diskussionsbeiträge 514/515. IfW, Kiel.
- Boysen-Hogrefe, J., K.-J. Gern, N. Jannsen, M. Plödt, B. van Roye, J. Scheide und T. Schwarzmüller (2013a). Weltkonjunktur kommt nur allmählich in Schwung. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Sommer 2013. Kieler Diskussionsbeiträge 524/525. IfW, Kiel.
- Boysen-Hogrefe, J., D. Groll, B. van Roye, J. Scheide und T. Schwarzmüller (2013b). Die Konjunktur im Euroraum nimmt Fahrt auf. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur im Herbst 2013. Kieler Diskussionsbeiträge 526/527. IfW, Kiel.
- Cúrdia, V., und A. Ferrero (2013). How Stimulatory Are Large-Scale Asset Purchases? FRBSF Economic Letter 2013-22. Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Deutsche Bundesbank (2013). *Monatsbericht*. August. Frankfurt am Main.
- Furceri, D., und A. Mourougane (2009). The Effect of Financial Crises on Potential Output: New Empirical Evidence from OECD Countries. OECD Economics Department Working Papers 699. Paris.
- Gern, K.-J., N. Jannsen, M. Plödt, B. van Roye und J. Scheide (2013). Weltkonjunktur gewinnt allmählich an Fahrt. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur im Frühjahr 2013. Kieler Diskussionsbeiträge 518/519. IfW, Kiel.
- Groll, D., und S. Kooths (2013). Vor der Bundestagswahl: Argumente für Mindestlöhne überzeugen nicht. *Wirtschaftsdienst* 93 (8): 545–551.
- IMF (International Monetary Fund) (2012). Turkey Financial Stability Assessment. IMF Country Report 12/261. Washington, D.C.
- Jannsen, N., und J. Scheide (2010). Growth Patterns after the Crisis: This Time is not Different. Kiel Policy Brief 22. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Jannsen, N., und J. Scheide (2011). Ist die Geldpolitik in den USA zu expansiv ausgerichtet? Kiel Policy Brief 26. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- OECD (2013). *Interim Economic Assessment*. August. Paris.
- Rey, H. (2013). Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. Proceedings of the FRB Kansas 2013 Economic Symposium. Via Internet (5. September 2013) <<http://www.kc.frb.org/publicat/sympos/2013/2013Rey.pdf>>.
- White, W.R. (2012). Ultra Easy Monetary Policy and the Law of Unintended Consequences. Globalization and Monetary Policy Institute. Working Paper 126. Federal Reserve Bank of Dallas.

# Die Konjunktur im Euro- raum belebt sich

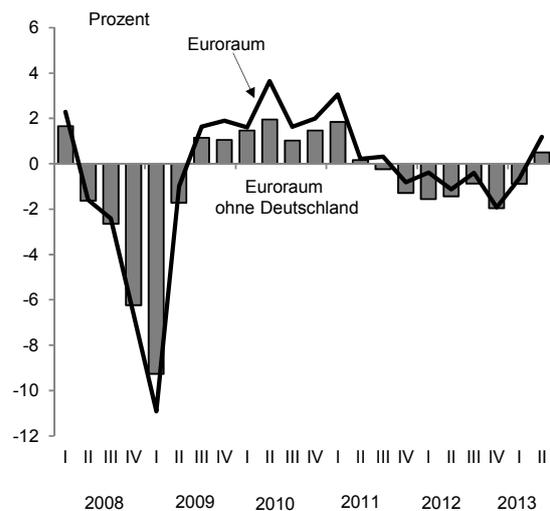
Jens Boysen-Hogrefe, Dominik Groll,  
Nils Jannsen, Stefan Kooths, Björn van Roye,  
Joachim Scheide und Tim Schwarzmüller

## Zusammenfassung:

Der Euroraum hat die Rezession überwunden. Nachdem das Bruttoinlandsprodukt seit dem Winterhalbjahr 2011 schrumpfte, expandierte es im zweiten Quartal 2013 um 1,1 Prozent. Die Stimmungsindikatoren deuten darauf hin, dass sich der Aufschwung in der zweiten Jahreshälfte verfestigt. Allerdings dürfte das Tempo der wirtschaftlichen Erholung zunächst nur eine geringe Dynamik entfalten, weil die Strukturanpassungen in den Krisenländern noch im vollen Gange sind. Belebende Impulse werden zunächst wohl vornehmlich vom Außenhandel ausgehen. Erst für das kommende Jahr erwarten wir, dass die Binnennachfrage wieder etwas mehr zur Expansion des Bruttoinlandsprodukts beitragen wird. Nicht zuletzt auch, weil der Restriktionsgrad vonseiten der Finanzpolitik schwächer wird. Alles in allem dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion im laufenden Jahr um 0,4 Prozent sinken und im Jahr 2014 um 1,1 zunehmen. Der Anstieg der Verbraucherpreise dürfte sich in den kommenden Monaten noch weiter verlangsamen, sodass die Inflationsrate im Jahresdurchschnitt bei 1,4 Prozent liegen wird. Die Lage am Arbeitsmarkt dürfte sich im Zuge der nur moderaten konjunkturellen Erholung im Prognosezeitraum lediglich stabilisieren. Wir erwarten, dass sowohl im Jahr 2013 als auch im Jahr 2014 durchschnittlich 12,2 Prozent der Erwerbspersonen ohne Arbeit sein werden.

Im Euroraum ist die Rezession zur Jahresmitte ausgelaufen. Im zweiten Quartal des Jahres 2013 legte das Bruttoinlandsprodukt mit einer laufenden Jahresrate von 1,1 Prozent zu (Abbildung 1). Die inländische Verwendung expandierte erstmals seit Beginn der Rezession im Jahr 2011 wieder. Recht kräftig – mit 1,7 Prozent – stiegen die Konsumausgaben des Staates. Daneben verzeichneten auch die Investitionen einen Zuwachs, der aber gering ausfiel und im Wesentlichen der Zunahme der Investitionstätigkeit in Deutschland zuzurechnen ist. Kräftige Impulse kamen vom Außenhandel. So stiegen die Ausfuhren nach einer Schwächephase im Winterhalbjahr um 6,5 Prozent. Die Importe legten gleichzeitig nur um 5,5 Prozent zu, so dass der Außenbeitrag 0,8 Prozentpunkte zum Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts beitrug.

Abbildung 1:  
Bruttoinlandsprodukt 2008–2013



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

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen; eigene Berechnungen.

Im Euroraum ohne Deutschland expandierte die gesamtwirtschaftliche Produktion mit einer Rate von 0,4 Prozent zwar merklich verhaltener als im Euroraum insgesamt. Aber auch hier hat sich die Konjunktur gebessert. In Finnland und in Frankreich nahm die wirtschaftliche Aktivität recht deutlich, um 2,8 bzw. 1,9 Prozent, zu.

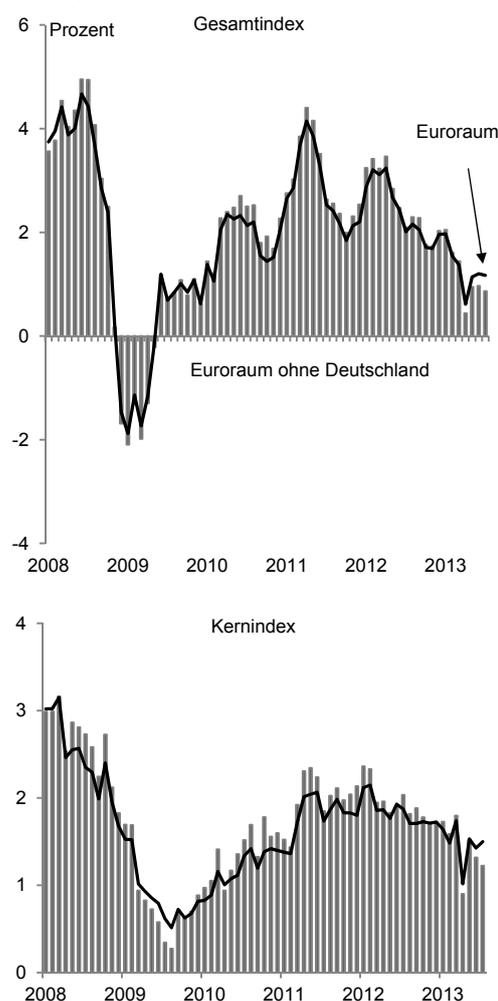
Unter den größeren Volkswirtschaften stieg die Produktion außerdem noch in Österreich und Belgien. Darüber hinaus stabilisierte sich das Bruttoinlandsprodukt in den Niederlanden auf dem Niveau des Vorquartals, und in den Krisenländern Italien und Spanien fielen die Produktionseinbußen deutlich geringer aus als zu Beginn des Jahres. In Portugal wurde sogar ein bemerkenswerter Anstieg der wirtschaftlichen Aktivität um reichlich 4 Prozent verzeichnet, der allerdings wohl auch auf Sondereffekte zurückzuführen ist.<sup>1</sup>

Nachdem die Verbraucherpreise zu Beginn des Jahres deutlich verlangsamt gestiegen waren – im April betrug die Veränderung im Sechsmonatsvergleich 0,6 Prozent (annualisiert) –, hat sich der Preisauftrieb im Juli wieder auf 1,2 Prozent beschleunigt (Abbildung 2). Ursächlich dafür war das Auslaufen von Basiseffekten bei den Preisen für Energieträger. Im Vorjahresvergleich betrug die Inflationsrate im August 1,3 Prozent; sie lag damit um 0,3 Prozentpunkte niedriger als in den beiden Monaten zuvor. Der um Energieträger bereinigte Index stieg im Vorjahresvergleich hingegen um 1,6 Prozent, wobei die Preisdynamik bei Nahrungsmitteln, Alkohol und Tabak sowie bei Dienstleistungen den größten Beitrag zur Inflation lieferte. Im Frühjahr und Sommer stiegen die Verbraucherpreise im Euroraum ohne Deutschland etwas langsamer als im Euroraum insgesamt; die Differenz betrug zuletzt 0,3 Prozentpunkte. Offenbar tragen die Bemühungen um eine Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit in den Krisenländern allmählich Früchte.

Die Lage am Arbeitsmarkt ist nach wie vor dramatisch, sie hat sich aber zuletzt nicht weiter verschlechtert. Die Arbeitslosenquote verharrt seit nunmehr 5 Monaten bei 12,1 Prozent (Abbildung 3). Im Juni und Juli ist die Zahl der Arbeitslosen sogar geringfügig gesunken. In den

Krisenländern ist das Bild allerdings sehr uneinheitlich. Während in Griechenland noch keine Anzeichen für eine Verbesserung zu erkennen sind, hat sich die Quote in Italien und Spanien im Juli bei 12 bzw. 26,3 Prozent stabilisiert. In Portugal ist die Arbeitslosigkeit gesunken.

Abbildung 2:  
Verbraucherpreise 2008–2013



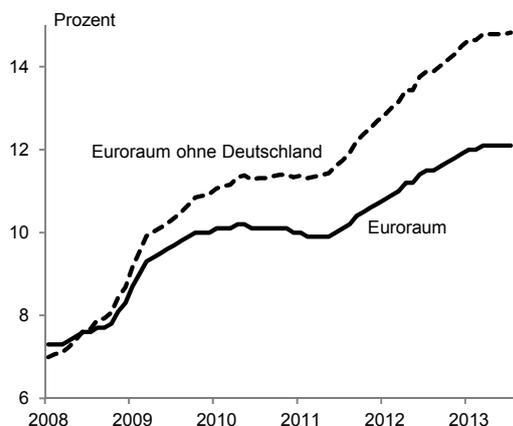
Monatsdaten, saisonbereinigt; Veränderung in den vergangenen sechs Monaten; Jahresrate. Kernindex: Gesamtindex ohne Energie.

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

<sup>1</sup> Für Portugal werden von EUROSTAT keine kalenderbereinigten Zahlen für das Bruttoinlandsprodukt veröffentlicht. Die Banco de Portugal (2013) verweist auf einen Kalendereffekt, der daraus resultiert, dass Ostern in diesem Jahr in das erste Quartal gefallen ist. Die konjunkturelle Grundtendenz wurde dadurch im ersten Quartal unter- und im zweiten Quartal überzeichnet.

## Die Konjunktur im Euroraum belebt sich

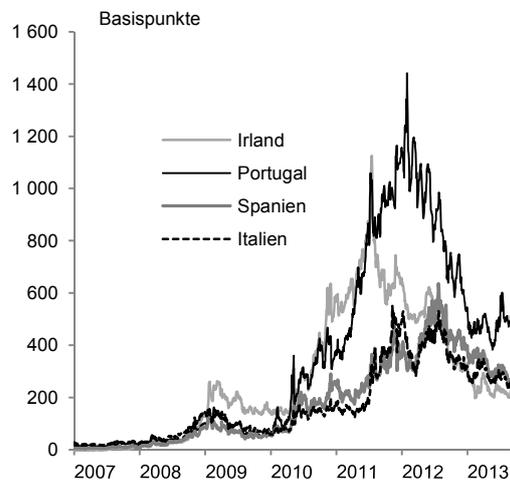
Abbildung 3:  
Arbeitslosenquote 2008–2013



Monatsdaten. Saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, *Arbeitsmarktstatistik*; eigene Berechnungen.

Abbildung 4:  
Renditedifferenzen ausgewählter Staatsanleihen im  
Euroraum 2007–2013



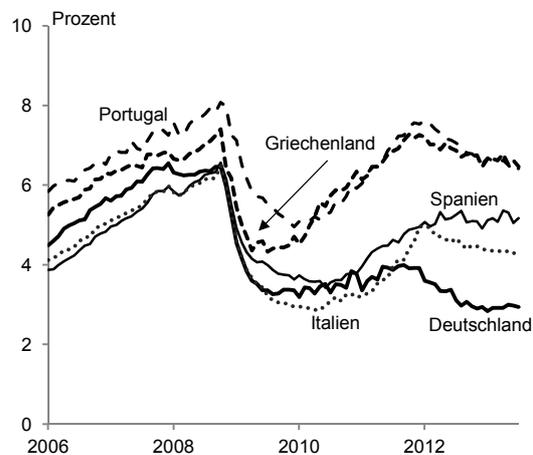
Tagesdaten; Differenzen zu Renditen deutscher Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

## Monetäres Umfeld: Verspannungen lassen weiter nach

Die monetären und finanziellen Rahmenbedingungen haben sich im Verlauf des ersten Halbjahres weiter verbessert. Vor allem die Segmentierung der Finanzmärkte hat sich weiter zurückgebildet. Seit der EZB-Rat im vergangenen Jahr angekündigt hatte, im Rahmen der Outright Monetary Transactions (OMT) unter gewissen Auflagen Staatsanleihen von Krisenländern zu erwerben, haben sich die Zinsaufschläge für Staatsanleihen der Krisenländer gegenüber deutschen Staatsanleihen merklich verringert (Abbildung 4). Gleichzeitig sanken auch die Salden im Zahlungsverkehrssystem Target2. Zudem ist der Finanzmarktstress seit einiger Zeit nicht mehr ungewöhnlich hoch. Die Volatilität an den Aktienmärkten und die Prämien für Kreditausfallversicherungen europäischer Banken liegen derzeit deutlich niedriger als noch ein Jahr zuvor. Der Risikoaufschlag für Unternehmenskredite in den Krisenländern gegenüber Deutschland blieb in den vergangenen Monaten hingegen relativ konstant (Abbildung 5).

Abbildung 5:  
Zinsen für Unternehmenskredite 2006–2013



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

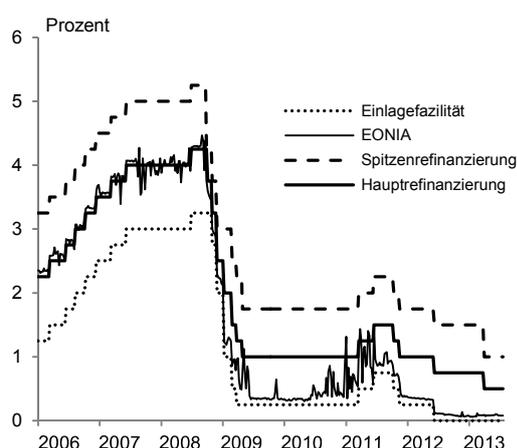
Quelle: EZB, *MFI Zinsstatistik*.

Die Bilanzsumme des Eurosystems ist mit der vorzeitigen Rückzahlungsmöglichkeit der dreijährigen Refinanzierungsgeschäfte in den vergangenen Monaten deutlich gesunken. In der Folge verringerte sich die Überschussliquidität der Geschäftsbanken – vor allem in Ländern wie Deutschland und Finnland – spürbar.

## Die Konjunktur im Euroraum belebt sich

Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) ist gleichwohl nach wie vor sehr expansiv ausgerichtet. Der Leitzins liegt seit der Senkung im Mai 2013 bei 0,5 Prozent (Abbildung 6). Einlagen der Geschäftsbanken bei der Notenbank werden nicht verzinst. Die EZB hat darüber hinaus angekündigt, Leitzinsen für einen längeren Zeitraum auf dem gegenwärtigen extrem niedrigen Niveau zu belassen. Dies ist jedoch nicht als definitive Festlegung auf einen zukünftigen Zinspfad zu verstehen und sollte entsprechend vorsichtig interpretiert werden (Exkurs: Forward Guidance der EZB: Wirkung gering, Risiken hoch).

Abbildung 6:  
Leitzinsen und Tagesgeldsätze im Euroraum 2006–2013



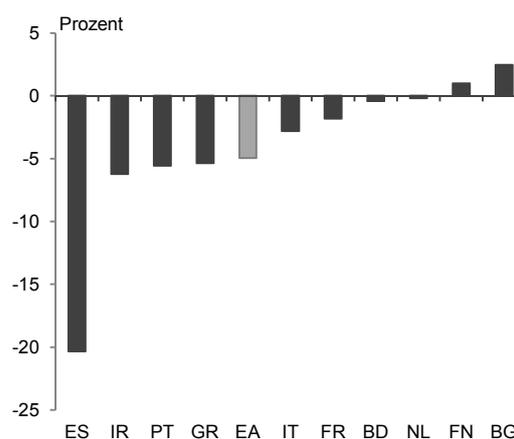
Wochendaten. EONIA (Euro OverNight Index Average): Zinssatz für unbesichertes Tagesgeld.

Quelle: EZB, *Monatsbericht*.

Die Buchkredite an den nichtfinanziellen Sektor sind im Euroraum nach wie vor rückläufig (Abbildung 7). Im Juli sanken sie um 5 Prozent gegenüber dem Vorjahr. Dabei gibt es regional erhebliche Unterschiede. Während die Kredite in Belgien und Finnland leicht zulegten, sanken sie in den Krisenländern des Euroraums merklich. Vor allem in Spanien setzte sich der Rückgang ausstehender Kredite in unvermindert hohem Tempo fort. Dort ist auch der Abschreibungsbedarf bei Krediten noch immer sehr hoch; der Anteil notleidender Kredite am gesamten Kreditvolumen erreichte zuletzt einen

neuen Höchststand.<sup>2</sup> Neben einer schwachen Kreditnachfrage, die wohl vor allem aus dem notwendigen Schuldenabbau resultierte, dürften in den Krisenländern nach wie vor auch angebotsseitig Restriktionen bei der Kreditvergabe bestehen. Hierauf deutet die aktuelle Befragung im Rahmen des Bank Lending Survey der EZB hin. Ein Großteil der Banken gab an, dass die anhaltend hohe Unsicherheit und allgemeine konjunkturelle Faktoren zu einer Straffung der Kreditvergabestandards beigetragen haben. Offenbar sind die Banken sich über den Fortgang der Schuldenkrise und bezüglich der konjunkturellen Aussichten nach wie vor sehr unsicher, so dass sie mit der Kreditvergabe an den Privatsektor zögern.

Abbildung 7:  
Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften Juli 2013



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

Quelle: EZB, *Statistical Data Warehouse*.

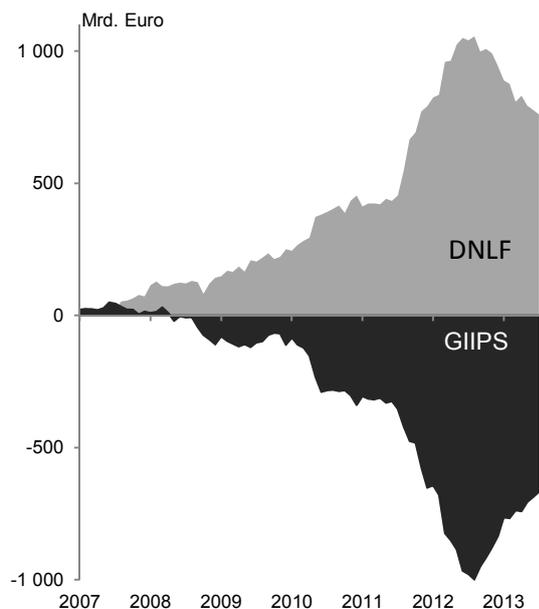
Die Forderungs- und Verbindlichkeitspositionen der nationalen Zentralbanken, die über das Target2-System bestehen, haben im vergangenen Halbjahr weiter abgenommen (Abbildung 8). Maßgeblich hierfür dürfte gewesen sein, dass die Kapitalflucht und die Depositenverlagerung aus den Krisenländern vorerst zu

<sup>2</sup> Zu den Problemen und dem Abschreibungsbedarf im spanischen Bankensektor vgl. van Roye und Schwarzmüller (2012).

## Die Konjunktur im Euroraum belebt sich

einem Ende gekommen sind. Zudem hat wohl auch die vorzeitige Rückzahlung von Mitteln aus den dreijährigen Refinanzierungsoperationen dazu beigetragen.

Abbildung 8:  
Target2-Positionen 2007–2013



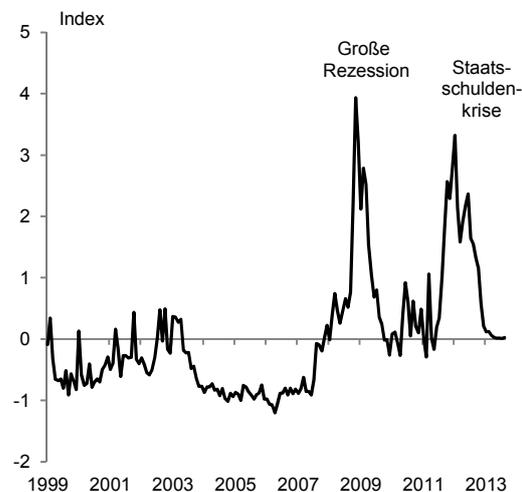
Monatsdaten; DNLF: Deutschland, Niederlande, Luxemburg, Finnland; GIIPS: Griechenland, Irland, Italien, Portugal, Spanien.

Quelle: Universität Osnabrück, *Euro Crisis Monitor*.

Die Lage an den Finanzmärkten hat sich im vergangenen Halbjahr weiter beruhigt. Der von uns berechnete Finanzmarktstressindikator für den Euroraum, der auf einer Vielzahl von Finanzmarktvariablen basiert, liegt inzwischen auf einem moderaten Niveau (Abbildung 9). Hierzu hat vor allem der Rückgang der Risikoaufschläge für Staatsanleihen der Krisenländer und die niedrigere Volatilität am Aktienmarkt beigetragen.

Der Außenwert des Euro gegenüber dem US-Dollar hat sich im Verlauf des ersten Halbjahres 2013 etwas erhöht. Real effektiv fiel die Aufwertung noch etwas stärker aus. Insgesamt hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit europäischer Unternehmen in den vergangenen Monaten leicht verschlechtert.

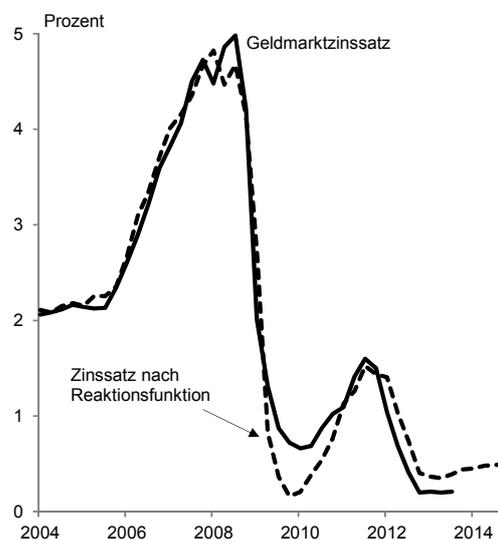
Abbildung 9:  
Finanzmarktstressindikator 1999–2013



Monatsdaten.

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

Abbildung 10:  
Geldmarktzinsen im Euroraum 2004–2014



Quartalsdaten; Prognose ab dem 2. Quartal 2013 auf Basis einer Reaktionsfunktion für die EZB; Geldmarktzins: Dreimonatseuribor; letzter Wert: Durchschnitt Januar/Februar 2013.

Quelle: EZB, *Monatsbericht*; eigene Berechnungen.

Für den Prognosezeitraum erwarten wir, dass die expansiven Maßnahmen seitens der Geldpolitik beibehalten werden. Die EZB dürfte den

Leitzins angesichts unterausgelasteter Produktionskapazitäten im Euroraum und mit Blick auf moderate mittel- und langfristige Inflationserwartungen bei 0,5 Prozent belassen. Hierauf deuten auch die jüngsten Inflations- und Konjunkturprognosen der EZB hin. So erwartet sie eine Inflationsrate, die im Mittel deutlich unter den als nach Maßgabe der EZB mit Preiswertstabilität noch vereinbaren 2 Prozent liegt. Des Weiteren spricht unsere empirische Zinsreaktionsfunktion der EZB dafür, dass der Leitzins im Prognosezeitraum unverändert bleibt (Abbildung 10).

## Löhne steigen nur verhalten

Die Löhne sind zuletzt weiter nur moderat gestiegen. Die Veränderungsrate des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer gegenüber dem Vorjahr lag im ersten Quartal 2013 (jüngere Zahlen liegen noch nicht vor) bei 1,8 Prozent (2012: 1,6), die der Tarifverdienste bei 2 Prozent (2012: 2,1 Prozent).

Die Lohnentwicklung in den von hoher Arbeitslosigkeit betroffenen Mitgliedstaaten lag in den vergangenen Jahren deutlich unter dem Durchschnitt des Währungsgebiets. Während die Lohnkosten in Irland seit einiger Zeit wieder leicht aufwärtsgerichtet sind, sind sie in Griechenland, Portugal und Spanien nach wie vor rückläufig. Besonders kräftig ist der Rückgang in Griechenland ausgefallen, wo die Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer in den vergangenen drei Jahren um über 15 Prozent nachgegeben haben.

In diesem Jahr wird sich der Lohnanstieg im Euroraum vor dem Hintergrund der hohen Arbeitslosigkeit weiter verlangsamen (Tabelle 1). In Griechenland werden die Löhne wohl erneut kräftig sinken, in Zypern deutet sich im Zuge der dortigen schweren Wirtschaftskrise eine ähnliche Entwicklung an. Auch in Portugal und Spanien dürfte das Lohnniveau nachgeben. Die Lohndynamik in Deutschland wird aufgrund der robusten Lage am Arbeitsmarkt indes höher

ausfallen als in den meisten anderen Ländern des Euroraums.

*Tabelle 1:*  
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im Euroraum 2011–2014

	2011	2012	2013	2014
Deutschland	3,0	2,6	2,5	2,9
Frankreich	2,7	2,2	1,8	2,0
Italien	1,1	0,0	0,3	0,5
Spanien	1,0	-0,3	-0,5	0,0
Niederlande	1,4	1,7	1,7	1,5
Portugal	-0,7	-2,7	-0,5	0,5
Griechenland	-3,4	-4,2	-4,0	-2,0
Belgien	3,1	3,4	2,0	2,1
Österreich	1,9	2,6	2,6	2,7
Slowakei	1,1	2,0	3,6	3,9
Finnland	3,2	3,5	1,8	2,2
Irland	-0,1	0,8	0,0	0,5
Slowenien	1,6	-0,4	-1,1	0,1
Estland	-0,2	6,7	3,7	5,0
Zypern	3,3	1,6	-1,0	-3,0
Luxemburg	2,0	1,5	1,8	2,3
Malta	0,7	2,3	2,1	2,5
Euroraum	2,0	1,6	1,4	1,7
Euroraum ohne Deutschland	1,7	1,2	1,0	1,3

Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent).

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

Die Arbeitsproduktivität im Euroraum dürfte in diesem und im nächsten Jahr leicht steigen (Tabelle 2). Vor diesem Hintergrund nehmen die Lohnstückkosten in beiden Jahren um 1,0 Prozent zu. Im Euroraum ohne Deutschland dürften sie vor allem aufgrund der schwächeren Lohnentwicklung geringer steigen.

*Tabelle 2:*  
Arbeitskosten und Produktivität im Euroraum 2011–2014

	2011	2012	2013	2014
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer				
Euroraum	2,0	1,6	1,4	1,7
Euroraum ohne Deutschland	1,7	1,2	1,0	1,3
Arbeitsproduktivität				
Euroraum	1,3	0,0	0,4	0,7
Euroraum ohne Deutschland	1,1	0,2	0,6	0,5
Lohnstückkosten				
Euroraum	0,8	1,6	1,0	1,0
Euroraum ohne Deutschland	0,6	1,0	0,4	0,8

Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent).

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

## Öffentliche Haushalte weiter im Zeichen der Konsolidierung

In vielen Ländern des Euroraums werden weiterhin erhebliche Anstrengungen unternommen, um die Staatshaushalte zu konsolidieren. So führt Spanien im laufenden Jahr diskretionäre Maßnahmen im Umfang von 2,5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt durch (u.a. wirkt eine Mehrwertsteuererhöhung vom Herbst 2012 auf das Jahresergebnis). Das Budgetdefizit kann wegen des Wegfalls von einmaligen Kosten, die im Zuge der Bankenrettung entstanden waren, sogar noch deutlicher zurückgeführt werden. Es dürfte aber weiter vergleichsweise hoch bleiben und mehr als 6 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt betragen (Tabelle 3). Konsolidierungsmaßnahmen ähnlichen Ausmaßes wie in Spanien werden im laufenden Jahr auch in Irland umgesetzt. Hier dürften Einmaleffekte das Budget aber deutlich belasten. Hinzu kommt, dass die irische Regierung, die mit der irischen Zentralbank ein Wechselkursgeschäft zur Stützung der Allied Irish Banks (AIB) getätigt hat, nun einen deutlich höheren Bestand an Staats-

anleihen bedienen muss. Da diese aber zunächst im Besitz der irischen Zentralbank sind, ist ein deutlich steigender Zentralbankgewinn zu erwarten, der den irischen Staat im kommenden Jahr entlasten dürfte (Boysen-Hogrefe et al. 2013a: Kasten 1). Trotz der schlechter als erwartet eingetretenen wirtschaftlichen Entwicklung erreicht das Anpassungsprogramm für Irland alles in allem seine finanzpolitischen Planziele (Abbildung 11), und die Chancen stehen gut, dass Irland im Anschluss an das Anpassungsprogramm an die Kapitalmärkte zurückkehren wird. Allerdings gibt es Anzeichen, dass Irland nach einer weiteren, dann vom ESM bereitgestellten, Kreditlinie ersuchen wird, um den Übergang abzusichern.

In mehreren Ländern wurden in jüngster Zeit zuvor anvisierte Konsolidierungsziele revidiert und teilweise geplante Maßnahmen zurückgenommen bzw. deutlich modifiziert. So wurden in Italien die Immobiliensteuer der Vorgängerregierung abgeschafft und die eigentlich vorgesehene Mehrwertsteuererhöhung verschoben. Zwar ist beabsichtigt, Ausgaben in einem vergleichbaren Umfang zu reduzieren, doch dürfte es schwerfallen, solche Maßnahmen zu konkretisieren und umzusetzen. In Frankreich hat Präsident Hollande eine „Steuerpause“ (keine weiteren Steuererhöhungen in absehbarer Zeit) versprochen. Sofern die geplante Rentenreform umgesetzt wird, wird die Abgabenlast aber trotzdem erhöht. In Portugal ist die Konsolidierungspolitik durch mehrere Urteile des Verfassungsgerichts, das u.a. Einschnitte bei der Entlohnung öffentlich Bediensteter zurückwies, in Verzug geraten. In der Folge traten einige Minister der aktuellen Regierung zurück, und es kam zu einer Regierungskrise. Diese scheint überwunden, und es werden weiterhin die Konsolidierungsziele in Abstimmung mit der Troika verfolgt. Die Kennzahlen des ursprünglichen Anpassungsprogramms dürften aber deutlich verfehlt werden (Abbildung 12). Die Zielverfehlung lässt ein zweites Anpassungsprogramm für Portugal nach Abschluss des laufenden Programms im Jahr 2014 wahrscheinlich werden. Ob Portugal tatsächlich ein zweites Programm anfragen wird, wird maßgeblich vom Kapitalmarktumfeld und den Fortschritten des verblei-

Tabelle 3:  
Budgetsaldo des Staates im Euroraum 2011–2014

	2011	2012	2013	2014
Deutschland	-0,8	0,2	0,0	0,2
Frankreich	-5,3	-4,8	-3,7	-3,6
Italien	-3,8	-3,0	-3,0	-2,5
Spanien	-9,4	-10,6	-6,4	-5,8
Niederlande	-4,5	-4,1	-3,7	-3,0
Belgien	-3,7	-3,9	-3,0	-2,9
Österreich	-2,5	-2,5	-2,2	-2,0
Griechenland	-9,5	-10,0	-4,1	-3,4
Irland	-13,4	-7,6	-7,9	-4,8
Finnland	-0,8	-1,9	-2,0	-1,4
Portugal	-4,4	-6,4	-5,3	-4,1
Slowakei	-5,1	-4,3	-3,0	-3,4
Luxemburg	-0,2	-0,8	-0,3	-0,4
Slowenien	-6,4	-4,0	-5,5	-4,9
Estland	1,2	-0,3	-1,3	-0,6
Malta	-2,8	-3,3	-3,8	-3,6
Zypern	-6,3	-6,3	-5,9	-8,1
Euroraum	-4,2	-3,7	-2,8	-2,5
Euroraum ohne Deutschland	-5,4	-5,2	-4,0	-3,6

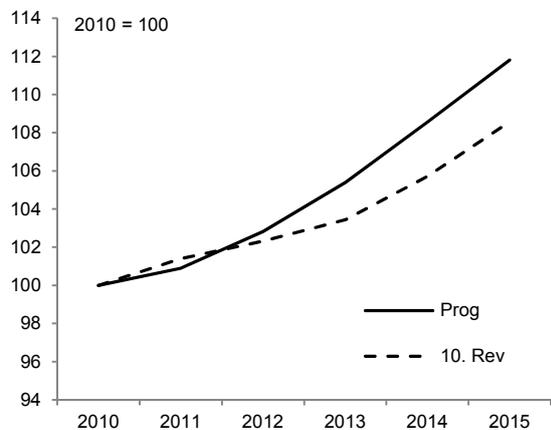
Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

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

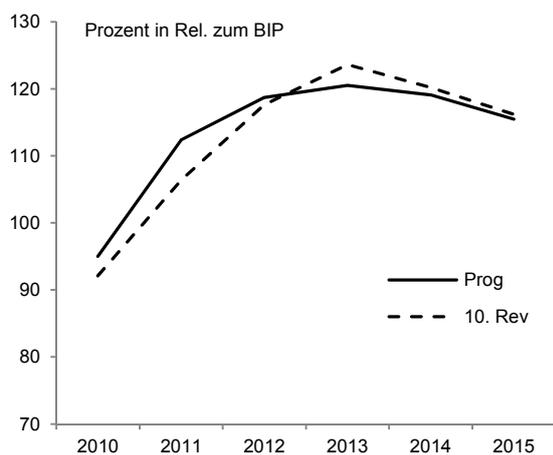
## Die Konjunktur im Euroraum belebt sich

**Abbildung 11:**  
Plandaten des Anpassungsprogramms in Irland 2010–2015

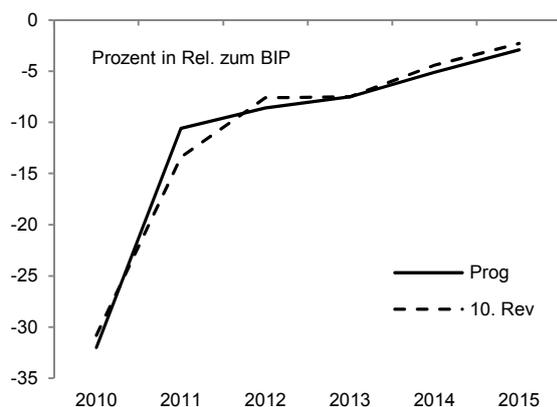
Bruttoinlandsprodukt



Bruttoschuldenstand



Budgetdefizit

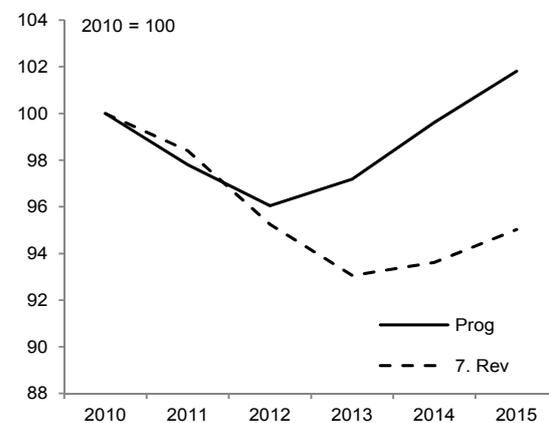


Prog: Planzahlen des Anpassungsprogramms, Juni 2011. Rev. 7: Siebte Revision des Anpassungsprogramms, Juni 2013.

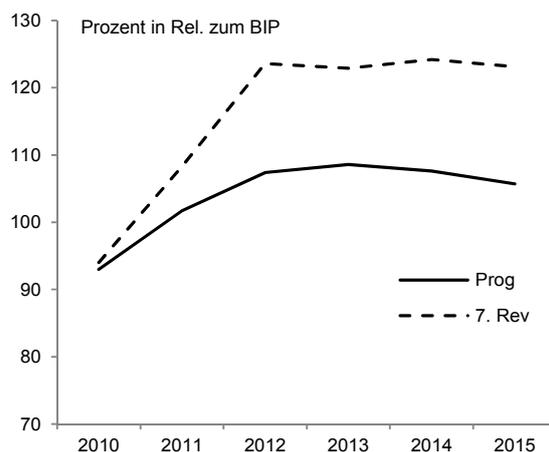
Quelle: Europäische Kommission (2011a, 2013a).

**Abbildung 12:**  
Plandaten des Anpassungsprogramms in Portugal 2010–2015

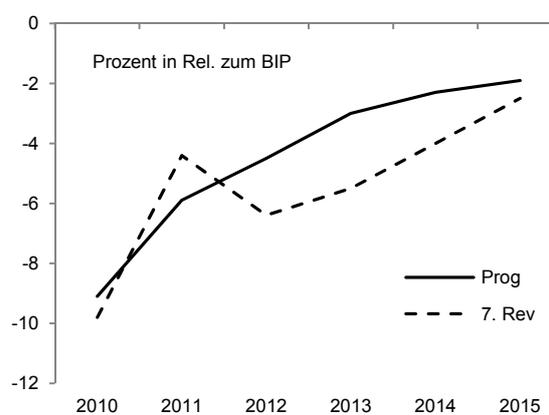
Bruttoinlandsprodukt



Bruttoschuldenstand



Budgetdefizit



Prog: Planzahlen des Anpassungsprogramms, Juni 2011. Rev. 7: Siebte Revision des Anpassungsprogramms, Juni 2013.

Quelle: Europäische Kommission (2011b, 2013b).

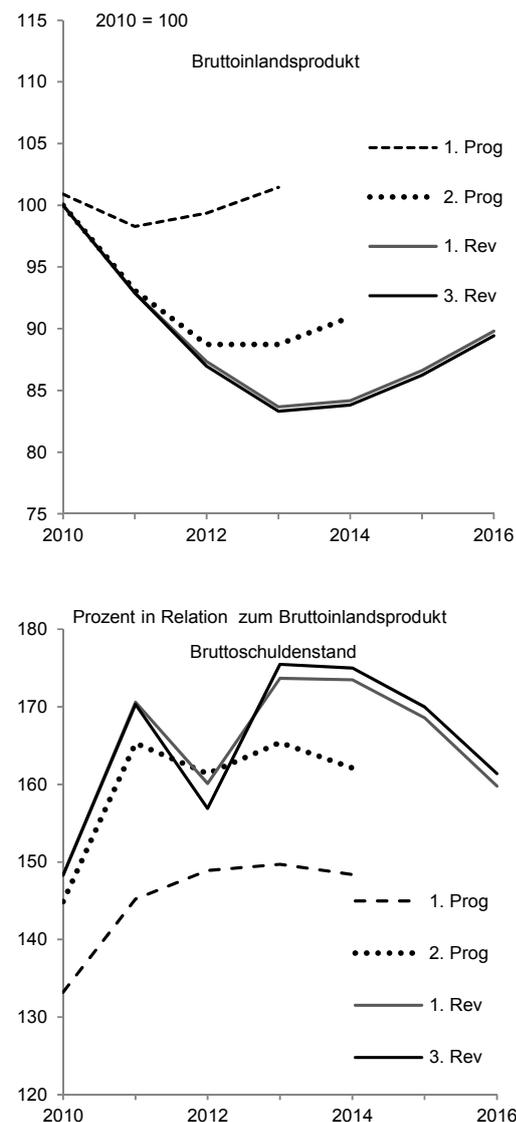
### Kasten 1:

#### Zur Frage eines Schuldenschnitts für Griechenland

Bereits im Verlauf des vergangenen Jahres haben sich die Annahmen und Prognosen für das zweite Anpassungsprogramm für Griechenland, das im Frühjahr 2012 aufgelegt worden war, als nicht haltbar erwiesen. Nachdem das zweite Anpassungsprogramm bereits eine erhebliche Beteiligung des privaten Sektors vorgesehen hatte (durch die Umschuldung wurden rund 200 Mrd. Euro griechischer Staatsanleihen in gut 60 Mrd. Euro neuer griechischer Titel und knapp 30 Mrd. Euro Anleihen der EFSF getauscht), sah die erste Revision eine erneute Reduktion der Verbindlichkeiten gegenüber privater Gläubiger durch ein Programm zum Anleiherückkauf vor. Rund die Hälfte der von privater Hand gehaltenen Anleihen wurde in das Programm einbezogen, so dass die Schuldenlast um rund 20 Mrd. Euro reduziert wurde. Diese und ein ganzes Bündel weiterer Maßnahmen, wie die Absenkung der von Griechenland auf die Rettungskredite zu zahlenden Zinsen,<sup>a</sup> war am Jahresende 2012 nötig geworden, um die Planzahlen des zweiten Anpassungsprogramms einhalten zu können.

Das zweite Anpassungsprogramm war aus mehreren Gründen in Schieflage geraten. Zum einen erwiesen sich die makroökonomischen Annahmen abermals als zu optimistisch (Abbildung K1-1). Zum anderen ergaben sich – auch wegen der Wahlen – erhebliche Verzögerungen bei der Programmumsetzung. Schließlich konnten die anvisierten Privatisierungserlöse nicht annähernd realisiert werden. Der dritte Bericht der Troika zum zweiten Anpassungsprogramm vom Sommer dieses Jahres weist keine deutlichen Veränderungen der makroökonomischen Kennzahlen zum Stand Ende 2012 auf. Da allerdings mit den Ende 2012 ergriffenen Maßnahmen auch die Schwankungspuffer aufgezehrt wurden – so wurde auf den Aufbau einer Barreserve verzichtet und das Volumen der Geldmarkt-titel nicht, wie ursprünglich im zweiten Anpassungsprogramm geplant, deutlich reduziert – ergibt sich nach derzeitiger Rechnung für die Jahre 2014 und folgende nach Einschätzung mehrerer Beobachter eine Finanzierungslücke im jeweils einstelligen Milliardenbereich.

Abbildung K1-1:  
Planzahlen der Anpassungsprogramme 2010–2016



1. Prog: Zahlen aus dem ersten Anpassungsprogramm (Mai 2010). 2. Prog: Zweites Anpassungsprogramm (März 2012). 1. Rev: Erstes Revision des zweiten Programms (Dez 2012). 3. Rev: des zweiten Programms (Juli 2013).

Quelle: Europäische Kommission (2010, 2012a, 2012b, 2013).

## Die Konjunktur im Euroraum belebt sich

Es ist möglich, dass der griechische Staat diese Lücke über den Kapitalmarkt schließen könnte. Wegen der langen Laufzeiten der Rettungskredite muss Griechenland in den 10 Jahren nach 2014 exklusive Geldmarkttitel nur knapp 73 Mrd. Euro (etwa 1/5 der Schulden und knapp 2/5 in Relation zur Wirtschaftsleistung) umschulden, so dass zusätzliche Anleiheemissionen im oben skizzierten Volumen denkbar erscheinen, doch wirkt der extrem hohe Bruttoschuldenstand wie ein Damoklesschwert, das Investoren zumindest von einem langfristigen Engagement zu günstigen Konditionen abhalten dürfte. Alternativ könnte ein drittes Anpassungsprogramm mit weiteren Hilfskrediten einspringen oder ein Schuldenschnitt, der dann auch die öffentlichen Gläubiger trifft, die finanzielle Lage Griechenlands verbessern. Problem eines dritten Anpassungsprogramms ist, dass die Rückkehr an die Finanzmärkte nur verschoben wird bei zugleich weiterhin hohem oder gar steigendem Bruttoschuldenstand. Bei einem Schuldenschnitt hingegen stellt sich die Frage, wie umfangreich dieser ausfallen muss, damit eine Rückkehr an die Kapitalmärkte gelingt und zugleich die öffentlichen Kapitalgeber im geringstmöglichen Ausmaß geschädigt werden (Boysen-Hogrefe et al. 2013b: Kasten 3). Denkbar ist auch eine Variante, die beide Elemente enthält. Ferner werden Überlegungen angestellt, das Bankenrettungsprogramm des ESM zu nutzen. Wenn die Bankenunion installiert ist, soll der ESM Banken direkt unterstützen können. Würden nun die Banken auf Forderungen gegenüber dem griechischen Staat verzichten und die dann notwendige Rekapitalisierung vom ESM bereitstellen, könnte Griechenland seinen Bruttoschuldenstand reduzieren. Da Forderungen der Banken an den Staat inzwischen nur noch ein vergleichsweise geringes Ausmaß haben, könnte diese etwas zweifelhafte Methode nur begrenzt zur „Lösung“ der akuten Probleme der griechischen Staatsfinanzen genutzt werden.

Bei der Beurteilung der Frage eines möglichen dritten Anpassungsprogramms oder eines Schuldenschnitts ist zu berücksichtigen, dass inzwischen über 70 Prozent der Schulden Griechenlands bei den Staaten des Euroraums, dem IWF oder der EZB liegen. Mit Fortgang des Programms wird sich dieser Anteil weiter erhöhen. Die Zinszahlungen Griechenlands, die inzwischen das Budgetdefizit übersteigen (positiver Primärsaldo), haben entsprechend ebenfalls die „Retter“ als Empfänger. Ein weiteres Anpassungsprogramm bestünde somit größtenteils in dem Ausreichen von Krediten zur Deckung eigener Zinsforderungen.

<sup>a</sup>Die Maßnahmen sind in Europäische Kommission (2012b: 52–54) aufgelistet.

benden Programms abhängen. Optimistisch stimmt hier, dass Portugal im ersten Halbjahr die Rezession wohl verlassen hat.

In Griechenland dürfte das Budgetdefizit infolge der Konsolidierungsmaßnahmen, aber auch wegen des Wegfalls von Einmaleffekten und kräftig gesunkener Zinslasten, deutlich zurückgehen. Wegen der extrem schlechten wirtschaftlichen Entwicklung und der geringen Fortschritte bei der Privatisierung von Staatsbesitz bestehen aber Zweifel, ob das Anpassungsprogramm planmäßig finanziert ist, was Vermutungen über einen anstehenden weiteren Schuldenschnitt hervorruft (Kasten 1).

Alles in allem ist trotz einzelner Rückschläge keine generelle Abkehr von der Konsolidierungspolitik erkennbar. Dass diese nicht zu einer raschen Verbesserung des Budgets führt, hängt vor allem mit der schwachen Konjunktur zusammen. Insgesamt dürfte das Budgetdefizit im Euroraum 2013 auf 2,8 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt sin-

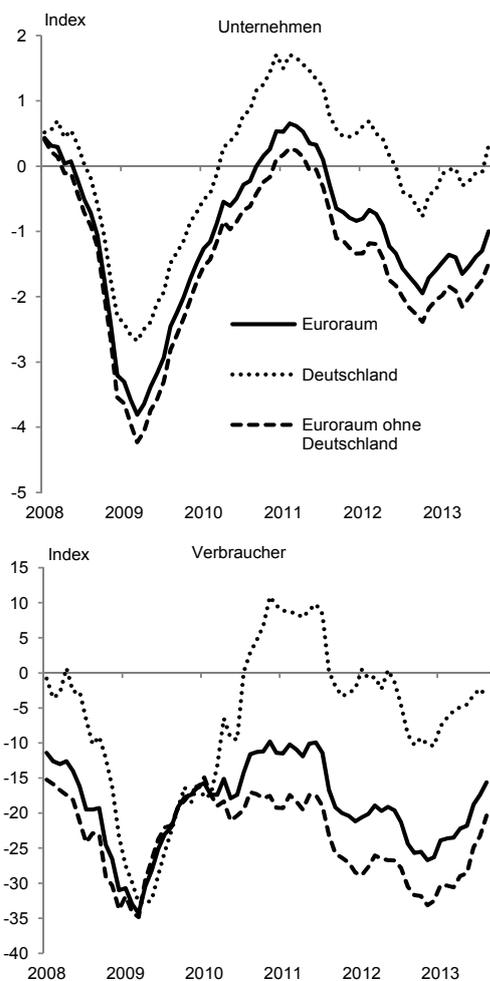
ken (2012: 3,7 Prozent). Von diesem Rückgang gehen allerdings rund 0,5 Prozentpunkte auf den Wegfall von Einmaleffekten zurück. Im Euroraum ohne Deutschland wird das Budgetdefizit wohl 4 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt betragen.

Da aktuell selbst in den Ländern, in denen es zu Verzögerungen und Rückschlägen in den Konsolidierungsbemühungen kommt, am generellen Konsolidierungspfad festgehalten wird, gehen wir davon aus, dass auch im kommenden Jahr die Finanzpolitik bemüht sein wird, die Budgetdefizite zu verringern. Allerdings dürfte das Konsolidierungstempo deutlich niedriger sein als noch im laufenden Jahr, so dass das Budgetdefizit trotz konjunktureller Erholung nur noch wenig – auf 2,5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt – reduziert werden dürfte. Im Euroraum ohne Deutschland wird das Budgetdefizit auf 3,6 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt sinken.

## Ausblick: Produktion aufwärtsgerichtet

Die konjunkturelle Belebung im Euroraum dürfte sich in der zweiten Jahreshälfte festigen. Darauf deuten die Stimmungsindikatoren hin. Zwar befinden sie sich nach wie vor auf einem niedrigen Niveau, aber der von uns berechnete Indikator zur Beurteilung der Zuversicht unter den Unternehmen ist zuletzt beschleunigt gestiegen, und auch unter den Konsumenten hat sich die Stimmung merklich aufgehellt (Abbildung 13). Der EUROFRAME-Indikator (Abbil-

Abbildung 13: Stimmungsindikatoren 2008–2013

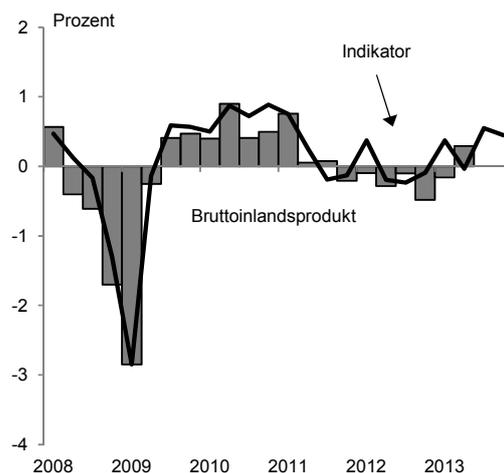


Monatsdaten; saisonbereinigt.

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

dung 14) signalisiert ebenso wie der Frühindikator der OECD, dass der Euroraum den konjunkturellen Tiefpunkt durchschritten hat.

Abbildung 14: EUROFRAME-Indikator und Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 2008–2013



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

Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; EUROFRAME.

Für die Prognose unterstellen wir, dass sich die Unsicherheit über den Fortgang der europäischen Staatsschuldenkrise nicht erneut deutlich erhöht. Wir gehen davon aus, dass die jüngsten Verfassungsgerichtsurteile in Portugal sowie die Diskussion um die Notwendigkeit eines erneuten Schuldenschnitts in Griechenland nicht zu einem Vertrauensverlust in den Konsolidierungswillen bzw. die Konsolidierungsfähigkeit der Krisenländer führen. Ferner unterstellen wir ein allmähliches Nachlassen der Segmentierung des Bankensektors. Ein wichtiges Indiz dafür ist der von uns berechnete Indikator für den Stress an den Finanzmärkten, der schon seit mehreren Monaten auf eine Entspannung hindeutet und sich aktuell in der Nähe des Normalniveaus befindet.

Die Binnennachfrage dürfte in der zweiten Jahreshälfte nur verhalten zur Expansion des Bruttoinlandsprodukts beitragen. Die privaten Haushalte sind weiterhin bemüht, ihre Verschuldung zu reduzieren. Zusammen mit der hohen Arbeitslosigkeit und dem geringen Zu-

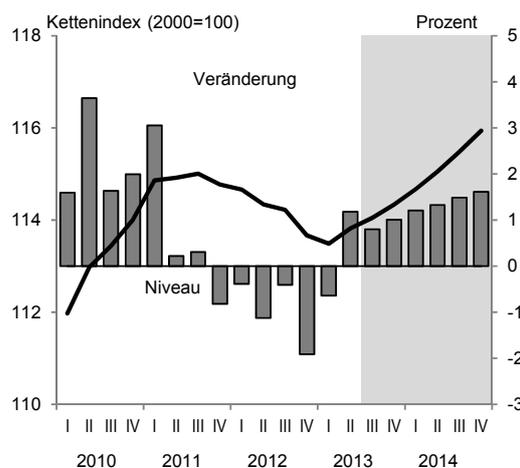
## Die Konjunktur im Euroraum belebt sich

wachs bei den Löhnen wird dies den privaten Verbrauch noch einige Zeit hemmen. Auch die Finanzpolitik wird in der zweiten Jahreshälfte noch konjunkturdämpfend wirken. Die Investitionstätigkeit dürfte nur schleppend in Gang kommen, zum einen weil die Banken in den Krisenländern mit der Kreditvergabe zögern und bemüht sind ihre Bilanzrisiken einzudämmen, zum anderen weil die Unternehmen in den Ländern, die nicht direkt von der Staatsschuldenkrise betroffen sind, wohl nur allmählich in neue Investitionsprojekte investieren werden, da sich die Unsicherheit über die zukünftigen Absatzperspektiven im Euroraum nur langsam verringert. Vom Außenhandel hingegen erwarten wir angesichts der nach und nach zunehmenden wirtschaftlichen Dynamik im Ausland merkliche Impulse für die Konjunktur.

Alles in allem dürfte sich die moderate Expansion in den kommenden Monaten fortsetzen (Abbildung 15). Im Jahresdurchschnitt 2013 wird das Bruttoinlandsprodukt jedoch voraussichtlich nochmals – um 0,4 Prozent – schrumpfen, weil der Anstieg im Verlauf des Jahres wohl zu gering sein wird, um die gesamtwirtschaftliche Produktion wieder auf das durchschnittliche Niveau des Vorjahres zu bringen (Tabelle 4). Für das kommende Jahr rechnen wir mit einem mäßigen Zuwachs von 1,1 Prozent. Im Euro-

raum ohne Deutschland wird die Dynamik wohl noch geringer sein, da Strukturanpassungen nicht nur in den Krisenländern die Konjunktur noch einige Zeit bremsen werden (Abbildung 16). In dieser Ländergruppe wird die wirtschaftliche Aktivität im Jahr 2014 wohl nur um 0,6 Prozent zulegen (Tabelle 5).

Abbildung 15:  
Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 2010–2014



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

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

Tabelle 4:  
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2012–2014

	2012				2013				2014				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2012	2013	2014
Bruttoinlandsprodukt	-0,4	-1,1	-0,4	-1,9	-0,6	1,2	0,8	1,0	1,2	1,3	1,5	1,6	-0,6	-0,4	1,1
Inlandsnachfrage	-1,9	-3,4	-1,3	-2,5	-0,6	0,4	0,7	0,6	0,9	1,2	1,4	1,6	-2,2	-0,8	0,9
Privater Verbrauch	-1,5	-2,3	-0,3	-1,8	-0,8	0,7	0,5	0,6	0,8	0,9	1,0	1,2	-1,4	-0,5	0,8
Staatsverbrauch	-1,3	-1,2	-0,8	0,4	0,0	1,7	0,6	0,7	0,5	0,7	0,9	0,9	-0,6	0,3	0,8
Anlageinvestitionen	-4,3	-7,4	-1,6	-4,8	-8,5	1,0	1,1	0,4	0,6	1,7	2,4	3,8	-3,7	-3,4	1,3
Vorratsänderungen	0,1	-0,3	-0,6	-0,6	1,5	-0,5	0,1	0,0	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,5	0,1	0,1
Außenbeitrag	1,4	2,2	0,9	0,5	-0,1	0,8	0,1	0,4	0,3	0,2	0,2	0,1	1,6	0,5	0,3
Exporte	3,2	4,3	2,6	-2,2	-4,0	6,8	3,8	4,7	4,7	5,1	5,3	5,7	2,7	1,2	4,9
Importe	-0,1	-0,7	0,7	-3,5	-4,2	5,5	4,0	4,2	4,4	5,1	5,5	6,1	-1,0	0,1	4,8

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

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

## Die Konjunktur im Euroraum belebt sich

**Tabelle 5:**

Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum ohne Deutschland 2012–2014

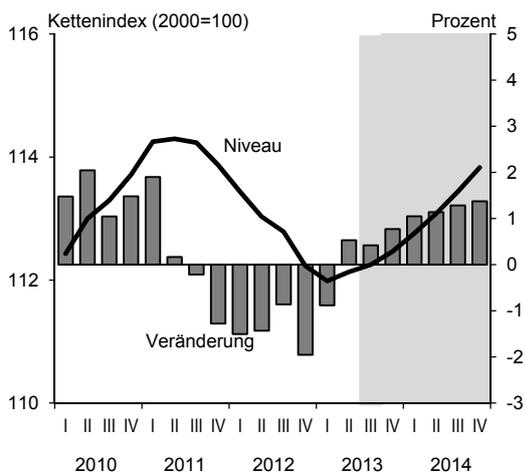
	2012				2013				2014				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2012	2013	2014
Bruttoinlandsprodukt	-1,5	-1,4	-0,9	-2,0	-0,9	0,5	0,4	0,8	1,1	1,1	1,3	1,4	-1,1	-0,7	0,8
Inlandsnachfrage	-2,2	-3,8	-1,7	-3,5	-1,1	-0,2	0,1	0,2	0,7	0,9	1,1	1,2	-2,9	-1,4	0,6
Privater Verbrauch	-2,0	-3,2	-0,8	-2,6	-1,5	0,2	0,2	0,3	0,6	0,7	0,8	1,0	-2,2	-1,1	0,5
Staatsverbrauch	-2,1	-0,9	-1,8	0,5	-0,2	1,5	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	-1,1	0,1	0,6
Anlageinvestitionen	-5,3	-7,3	-2,5	-5,7	-8,6	-1,6	-2,0	-1,5	0,5	1,3	1,6	2,3	-4,6	-4,7	0,1
Vorratsänderungen	0,4	-0,4	-0,4	-1,0	1,4	-0,4	0,3	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	-0,5	0,1	0,1
Außenbeitrag	0,7	2,3	0,8	1,4	0,2	0,8	0,3	0,6	0,4	0,3	0,2	0,2	1,7	0,8	0,4
Exporte	1,3	3,5	2,9	0,0	-4,5	5,7	3,5	4,0	4,0	4,3	4,5	5,0	2,1	1,2	4,2
Importe	-0,4	-2,4	1,0	-3,6	-5,3	4,2	3,0	2,8	3,5	4,0	4,4	5,0	-2,2	-0,8	3,7

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

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

**Abbildung 16:**

Bruttoinlandsprodukt im Euroraum ohne Deutschland 2010–2014



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

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

In den Krisenländern wird die gesamtwirtschaftliche Produktion im Jahresdurchschnitt 2013 erneut deutlich schrumpfen, wobei der Rückgang in Zypern und Griechenland mit 6,0 bzw. 4,0 Prozent am stärksten sein wird (Tabelle 6). Für Italien und Spanien erwarten wir zwar, dass die Rezession im Winterhalbjahr

2013/14 überwunden wird. Mit einem Rückgang von 1,6 bzw. 1,4 Prozent sind die Produktionseinbußen in diesem Jahr aber trotzdem noch erheblich. Im kommenden Jahr dürfte das Bruttoinlandsprodukt dort wieder ein wenig expandieren.

Der Preisdruck wird im Prognosezeitraum gering bleiben. Vor dem Hintergrund der verhaltenen Lohnentwicklung und bei konjunkturell bedingt geringen Preissetzungsspielräumen der Unternehmen, rechnen wir für 2013 und 2014 mit einer Teuerungsrate von jeweils 1,4 Prozent. Dabei ist ein Ölpreis unterstellt, der sich im Jahresdurchschnitt kaum verändert.

Für den Euroraum insgesamt erwarten wir, dass im Jahr 2013 durchschnittlich 12,2 Prozent der Erwerbspersonen ohne Arbeit sein werden. Im Euroraum ohne Deutschland wird sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt bis in das kommende Jahr hinein weiter verschlechtern, und erst gegen Ende des Prognosezeitraums rechnen wir mit einer Stabilisierung der Arbeitslosenquote (2014: 14,8 Prozent).

## Die Konjunktur im Euroraum belebt sich

**Tabelle 6:**

Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Ländern des Euroraums 2012–2014

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2012	2013	2014	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Deutschland	28,1	0,7	0,5	1,8	2,2	1,6	2,1	5,5	5,4	5,1
Frankreich	21,4	0,0	0,3	1,1	2,2	1,0	1,4	10,3	11,0	10,8
Italien	16,5	-2,4	-1,6	0,6	3,3	1,5	1,2	10,7	12,1	12,3
Spanien	11,0	-1,4	-1,4	0,5	2,4	1,2	0,3	25,1	26,4	26,7
Niederlande	6,3	-1,2	-1,0	0,9	2,8	2,8	1,5	5,3	7,0	7,4
Belgien	4,0	-0,3	-0,1	0,9	2,6	1,4	1,6	7,6	8,6	9,0
Österreich	3,2	0,9	0,5	1,4	2,6	2,2	1,9	4,4	4,9	4,7
Griechenland	2,0	-6,4	-4,0	-1,0	1,0	-0,7	-0,4	24,3	27,7	29,3
Finnland	2,0	-0,8	-0,1	1,2	3,2	2,3	2,0	7,7	8,0	7,7
Portugal	1,7	-3,2	-1,6	0,7	2,8	0,6	0,7	15,9	17,0	16,5
Irland	1,7	0,2	-0,7	1,0	1,9	0,8	1,1	14,7	13,7	13,0
Slowakei	0,8	2,0	1,0	2,2	3,7	1,9	2,1	14,0	14,5	14,5
Luxemburg	0,5	0,3	0,5	1,5	2,9	1,8	1,7	5,0	5,6	5,3
Slowenien	0,4	-2,3	-2,5	0,0	2,8	2,3	1,4	8,9	11,2	12,0
Estland	0,2	3,2	0,6	2,0	4,2	3,3	2,8	10,1	8,3	7,5
Zypern	0,2	-2,4	-6,0	-4,0	3,1	0,9	0,5	11,8	17,0	21,0
Malta	0,1	1,0	1,2	1,7	3,2	1,2	1,5	6,4	6,2	6,1
Euroraum	100,0	-0,6	-0,4	1,1	2,5	1,4	1,4	11,4	12,2	12,2
Euroraum ohne Deutschland	71,9	-1,1	-0,7	0,8	2,6	1,3	1,1	13,5	14,7	14,8

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

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

### Exkurs: Forward Guidance der EZB: Wirkung gering, Risiken hoch

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat auf der Pressekonferenz nach der monatlichen Sitzung des EZB-Rats am 4. Juli 2013 erstmals kommuniziert, dass sie erwartet, ihre Leitzinsen für eine „längere Zeit“ auf dem jetzigen Niveau zu belassen oder sogar weiter zu senken (EZB 2013). Mit dieser Ankündigung hat die EZB ihre Kommunikationsstrategie geändert. Bis dahin wurden nur aktuelle Zinsentscheidungen anhand der Ergebnisse aus der monetären und ökonomischen Analyse begründet. Mit der neuen Kommunikationsstrategie verfolgt die EZB eine sogenannte „forward guidance“, indem sie den von ihr erwarteten Leitzinspfad andeutet, basierend auf der von ihr antizipierten Entwicklung der Inflation und der Konjunktur.

### „Delphic“ und „Odyssean forward guidance“

Grundsätzlich kann zwischen zwei Varianten von „forward guidance“ unterschieden werden, die sich hinsichtlich der Verbindlichkeit für das zukünftige Handeln der Geldpolitik voneinander abgrenzen (Campbell et al. 2012). Im Rahmen der sogenannten „Delphic forward guidance“<sup>3</sup> veröffentlicht die Notenbank den von ihr erwarteten Leitzinspfad und mitunter auch die von ihr antizipierte zukünftige konjunkturelle Entwicklung. Ziel dieser Kommunikationsstrategie ist im Wesentlichen, die Reaktionsfunktion der Zentralbank transparenter zu gestalten und die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die zukünftige Geldpolitik zu reduzieren. Sie wird unter anderem von den Notenbanken Neuseelands und Norwegens ver-

<sup>3</sup> In Anlehnung an das Orakel von Delphi, bei dem Prophezeiungen über die Zukunft gemacht und diese niedergeschrieben wurden.

folgt. Der zukünftige Leitzinspfad wird von der Notenbank in dieser Variante ausdrücklich auf die von ihr prognostizierte zukünftige ökonomische Entwicklung konditioniert; sie tätigt somit keine unbedingte Aussage über die zukünftige Leitzinsentwicklung.

Bei der sogenannten „Odyssean forward guidance“<sup>4</sup> legt sich die Notenbank explizit auf einen zukünftigen Leitzinspfad fest. Ziel ist es, die Marktteilnehmer davon zu überzeugen, dass sie die Leitzinsen für einen bestimmten Zeitraum anders setzen wird, als sie dies (z.B. gemessen anhand ihrer „Reaktionsfunktion“) in früheren Zeiten getan hätte; eine solche verbindliche Ankündigung kann sich insbesondere auf eine für längere Zeit geplante Niedrigzinsphase beziehen. Diese Variante der „forward guidance“ stellt vor allem dann eine Option für Notenbanken dar, wenn die Leitzinsen die Nullzinsgrenze erreicht (oder sich ihr angenähert) haben, da sie dadurch die längerfristigen Zinsen über die Beeinflussung der Erwartungen der Marktteilnehmer weiter senken kann (Erwartungstheorie der Zinsstruktur).<sup>5</sup> Implizit verpflichtet sich die Zentralbank damit jedoch auch, vorübergehend eine höhere als die von ihr für gewöhnlich anvisierte Inflationsrate zu tolerieren.

In der Praxis lässt sich die „forward guidance“ einer Zentralbank allerdings nicht immer klar zu einer der beiden Varianten zuordnen. So konnte beispielsweise die Ankündigung der Federal Reserve (Fed) vom August 2011, dass sie es in Anbetracht der ökonomischen Rahmenbedingungen für angemessen hält, ihren Leitzins für einen längeren Zeitraum, zumindest aber bis Mitte des Jahres 2013, bei nahe null zu belassen, dahingehend interpretiert werden, dass sie diesen Zinspfad abweichend von ihrer bisherigen geldpolitischen Strategie verfolgen würde. Zuletzt hatte sie angekündigt, die Leitzinsen auf dem derzeit außergewöhnlich niedrigen Niveau zu belassen,

solange die Arbeitslosenquote über 6,5 Prozent liegt und sich keine Inflationsgefahren abzeichnen. Zwar hat sie damit grundsätzlich lediglich ihre Interpretation ihres dualen Mandats bezüglich des Beschäftigungsgrads und der Preisstabilität präzisiert; von dieser Seite her enthält ihre „forward guidance“ delphische Elemente. Allerdings hat sie ihre zukünftige Geldpolitik an quantitativen Grenzwerten ausgerichtet, so dass sie ihren Handlungsspielraum möglicherweise für einen sehr langen Zeitraum stark eingeschränkt hat. Insbesondere die Arbeitslosenquote wird derzeit von einer Reihe von Einflussfaktoren getrieben, die sich nicht direkt von ihr beeinflussen lassen (Gern et al. 2013: Kasten 1). Zudem ist sie bereit, eine etwas höhere als die von ihr für gewöhnlich anvisierte Inflationsrate zu akzeptieren. Von dieser Seite her enthält die „forward guidance“ der Fed auch odysseussche Elemente.

### *Die „forward guidance“ der EZB*

Die „forward guidance“ der EZB enthält vor allem delphische Elemente, hat sie doch ihre Erwartung die Leitzinsen für einen längeren Zeitraum auf dem derzeitigen niedrigen Niveau zu belassen, auf die zukünftige Entwicklung der Inflation konditioniert (Deutsche Bundesbank 2013). Dadurch hat sie versucht, die Marktteilnehmer zusätzlich über die von ihr antizipierte wirtschaftliche Entwicklung zu informieren und zu verdeutlichen, dass sie ihrer bisherigen geldpolitischen Strategie treu bleibt (Praet 2013). Darüber hinaus beinhaltet die „forward guidance“ der EZB auch eine Richtungstendenz, wonach einer Leitzinssenkung zukünftig eine höhere Wahrscheinlichkeit beigemessen wird als einer Leitzinsanhebung.

Alles in allem handelt es sich somit formal um eine moderate Änderung ihrer bisherigen Kommunikationsstrategie, die die Transparenz ihrer Politik erhöhen soll, von der jedoch keine allzu großen Auswirkungen zu erwarten sind. Hintergrund ihrer neuen Kommunikationsstrategie dürfte sein, dass die kurzfristigen Geldmarktzinsen im Mai und Juni – wohl auch

<sup>4</sup> In Anlehnung an Odysseus, der sich selbst an den Mast binden ließ, um zukünftig nicht seinen kurzfristigen Versuchungen zu erliegen.

<sup>5</sup> Zur Wirkung des forward guidance an der Nullzinsgrenze in einem ökonomischen Modell siehe Eggertson und Woodford (2003).

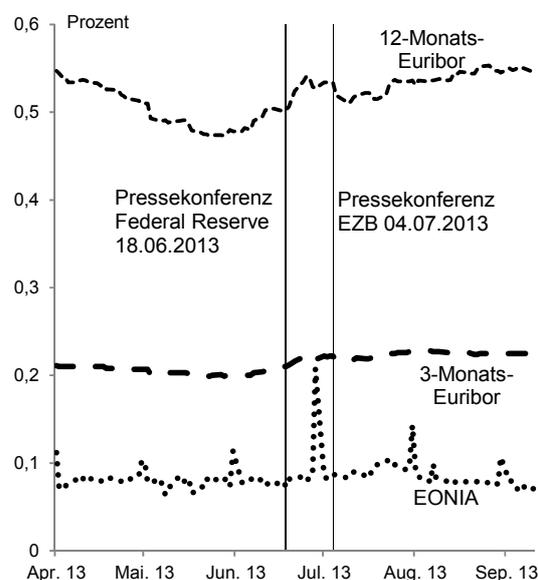
in Folge der Ankündigungen der Federal Reserve, ihre monatlichen Anleihekäufe voraussichtlich demnächst zu drosseln und gegen Mitte des kommenden Jahres ganz einzustellen – auf ein Niveau gestiegen waren, das aus ihrer Sicht „nicht mit der wirtschaftlichen Lage im Euroraum“ in Einklang steht (Praet 2013). Ziel der „forward guidance“ sei also, dass die Geldmarktzinsen wieder sinken und die Volatilität an den Märkten reduziert wird.

*Marktteilnehmer tun sich offenbar schwer mit der Interpretation der neuen Kommunikationsstrategie*

Die „forward guidance“ der EZB wurde von den Marktteilnehmern jedoch offenbar unterschiedlich interpretiert. So ist der Zeitpunkt der Einführung ihrer neuen Kommunikationsstrategie schwer nachvollziehbar. Zwar haben sich die Geldmarktzinsen zuvor tatsächlich im Mittel etwas erhöht; die Zunahme hielt sich jedoch in einem so engen Rahmen, dass sie kaum konjunkturell bedeutsam sein kann (Abbildung 17). Unklar ist auch, ob sie mit dem „forward guidance“ darauf abzielt, die längerfristigen Zinsen nachhaltig zu senken und so den geldpolitischen Transmissionsmechanismus, der aus ihrer Sicht nicht einwandfrei funktioniert, wieder zu stärken. So hatte sie schon mehrfach darauf hingewiesen, dass Zinsen für Staatsanleihen und Unternehmenskredite in einigen Krisenländern, mit Fundamentaldaten nicht zu rechtfertigen seien und aus ihrer Sicht auf Marktübertreibungen zurückgingen (EZB 2012: Kasten 1).<sup>6</sup> Möglicherweise ging es der EZB also primär nicht darum, ihre geldpolitische Strategie klarer zu kommunizieren, sondern die Erwartungen der Marktteilnehmer so zu beeinflussen, dass die Renditen für längerfristige Wertpapiere sinken. Darauf deutet auch hin, dass die EZB bereits seit einiger Zeit unter erheblichen Druck der Politik steht, der es aus ihrer Sicht unter anderem nötig gemacht hat, den Erhalt des Euroraums zu garantieren, da die

Politik mit notwendigen Reformen offenbar nicht rasch genug voran kommt. Darüber hinaus herrschen im EZB-Rat zum Teil deutlich voneinander abweichende Einschätzungen bezüglich der angemessenen Ausrichtung der Geldpolitik vor, wodurch die Interpretation ihrer neuen Kommunikationsstrategie erschwert wird.

Abbildung 17:  
Geldmarktzinsen im Euroraum 2013



Tagesdaten.

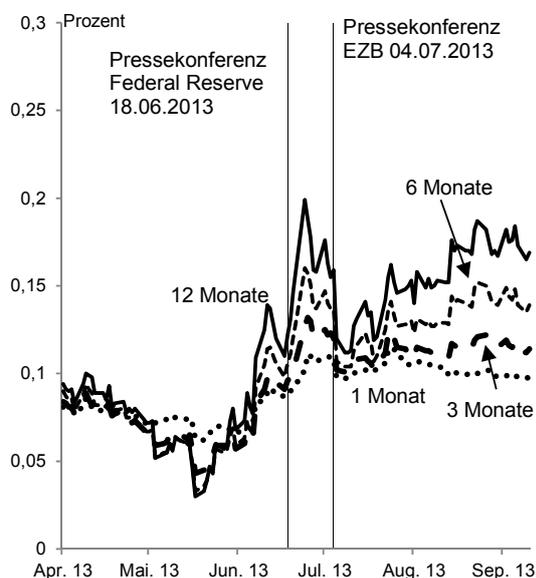
Quelle: Thomson Reuters.

Deutlich wird die unterschiedliche Interpretation der Marktteilnehmer an der Zinsentwicklung seit ihrer Ankündigung. Nachdem die Terminzinsen am Geldmarkt, die die Zinserwartungen von bis zu einem Jahr abbilden, zunächst spürbar gesunken waren, befinden sie sich inzwischen wieder auf dem Niveau vor der Ankündigung (Abbildung 18). Auch die Zinsstrukturkurve hat sich nach der Ankündigung nicht nachhaltig abgeflacht (Abbildung 19). Zudem sah man sich wiederholt genötigt, die neue Kommunikationsstrategie näher zu erläutern (Deutsche Bundesbank 2013; Praet 2013).

<sup>6</sup> So wurde das OMT-Programm aus diesen Gründen gerechtfertigt.

## Die Konjunktur im Euroraum belebt sich

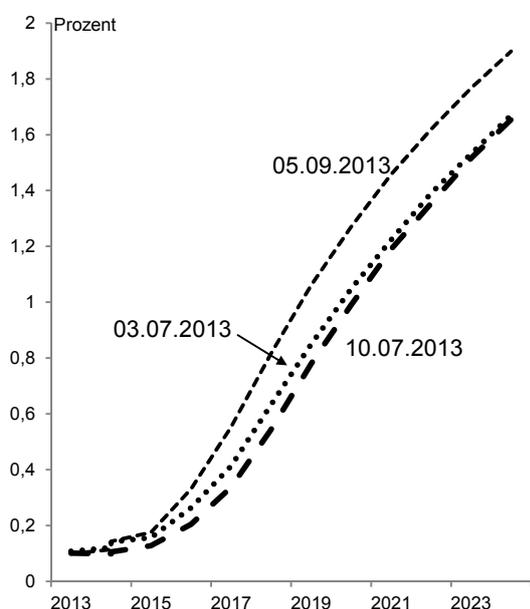
Abbildung 18:  
Terminzinsen in Euroraum 2013



Tagesdaten; EONIA Swap Indizes.

Quelle: Thomson Reuters.

Abbildung 19:  
Implizite Zinsstrukturkurven 2013



Tagesdaten; gebildet aus Terminkontrakten verschiedener Laufzeiten.

Quelle: Thomson Reuters.

## Neue Kommunikationsstrategie der EZB mit Risiken behaftet

Die neue Kommunikationsstrategie der EZB hat bisher offenbar nicht nur die Marktteilnehmer verunsichert, sie ist auch mit beträchtlichen Risiken verbunden. Sollte sich die konjunkturelle Lage im Euroraum in den kommenden Monaten stärker als bislang erwartet aufhellen, dürften auch die Kapitalmarktzinsen anziehen. In dieser Situation dürfte sich die EZB in einer Zwickmühle sehen. Sollte sie die Zinsen anheben, könnte dies zu einem Verlust von Glaubwürdigkeit bei einigen Marktteilnehmern führen, die mit einer längeren Niedrigzinsphase gerechnet hatten. Sollten sich die langfristigen Zinsen aus anderen Gründen, wie z.B. steigenden Risikoprämien erhöhen, sähe sie sich möglicherweise dazu gezwungen, eine stärkere operative Selbstbindung zu kommunizieren, beispielsweise dadurch, dass sie einen genaueren Zeitraum kommuniziert, für den sie einen Leitziens auf dem derzeitigen niedrigen Niveau für angemessen hält. Zwar würde eine solche Kommunikationsstrategie nicht in direktem Konflikt mit ihrem Mandat der Gewährleistung der Preisstabilität stehen. Allerdings würde sich das Risiko dann deutlich erhöhen, dass sie Zinsanpassungen aussetzt oder unterlässt, die sie ohne ihre neue Kommunikationsstrategie vorgenommen hätte. In einem solchen Fall von ihrem bisherigen geldpolitischen Kurs abweichen.

Alles in allem stellt die neue Kommunikationsstrategie der EZB formal nur eine geringfügige Änderung ihrer bisherigen Politik dar, die die Transparenz erhöhen soll und von der lediglich geringfügige Auswirkungen zu erwarten sind. Insbesondere der Zeitpunkt ihrer Ankündigung legt die Vermutung nahe, dass sie sich davon jedoch auch eine spürbare Absenkung der langfristigen Zinsen versprochen hat. Vor diesem Hintergrund sehen wir die neue Kommunikationsstrategie der EZB kritisch. Um den beschriebenen Risiken vorzubeugen, sollte die EZB keine Schritte unternehmen, die auf eine stärkere operative Selbstbindung hinauslaufen, wie es beispielsweise in den Vereinigten Staaten der Fall ist. Zudem sollte sie klarer kommunizieren, welche Art von „forward guidance“ sie betreiben möchte. So könnte es

sich als nützlich erweisen, sich zu verpflichten, sich auch in Zukunft auf ein rein delphisches „forward guidance“ zu beschränken. Der kommunizierte zukünftige Zinspfad wäre dann rein

prognostisch, man würde sich auf diese Weise gegen Fehlinterpretationen zusätzlich absichern.

## Literatur

---

- Banco de Portugal (2013). *Economic Bulletin – Summer 2013*. Lissabon.
- Boysen-Hogrefe, J., Dominik Groll, B. van Roye, J. Scheide und T. Schwarzmüller (2013a). Euroraum löst sich nur mühsam aus der Rezession. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur im Frühjahr 2013. Kieler Diskussionsbeiträge 518/519. IfW, Kiel.
- Boysen-Hogrefe, J., Dominik Groll, N. Jannsen, S. Kooths, B. van Roye und J. Scheide (2013b). Deutschland: Konjunktur nimmt etwas Fahrt auf. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Deutsche Konjunktur im Herbst 2013. Kieler Diskussionsbeiträge 528/529. IfW, Kiel.
- Campbell, J.R., C.L. Evans, J.D.M. Fisher und A. Justiniano (2012). Macroeconomic Effects of FOMC Guidance. Federal Reserve Bank of Chicago 2012-03. Chicago, Ill.
- Deutsche Bundesbank (2013). *Monatsbericht*. August. Frankfurt am Main.
- Eggertsson, G., und M. Woodford (2003). The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy. *Brookings Papers on Economic Activity* 2003-1: 139–211.
- Europäische Kommission (2010). The Economic Adjustment Programme for Greece. European Economy. Occasional Papers 61. May. Brüssel.
- Europäische Kommission (2011a). The Economic Adjustment for Ireland. European Economy. Occasional Papers 76. February. Brüssel.
- Europäische Kommission (2011b). The Economic Adjustment for Portugal. European Economy. Occasional Papers 79. June. Brüssel.
- Europäische Kommission (2012a). The Second Economic Adjustment Programme for Greece. European Economy. Occasional Papers 94. March. Brüssel.
- Europäische Kommission (2012b). The Second Economic Adjustment Programme for Greece – First Review December 2012. European Economy. Occasional Papers 123. December. Brüssel.
- Europäische Kommission (2013a). The Economic Adjustment Programme for Ireland – Spring 2013 Review July 2013. European Economy. Occasional Papers 154. July. Brüssel.
- Europäische Kommission (2013b). The Economic Adjustment Programme for Portugal. Seventh Review – Winter 2012/2013. European Economy. Occasional Papers 153. June. Brüssel.
- Europäische Kommission (2013c). The Second Economic Adjustment Programme for Greece – Third Review July 2013. European Economy. Occasional Papers 159. July. Brüssel.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2012). *Monatsbericht*. Oktober. Frankfurt am Main.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2013). Introductory Statement to the press conference, 4 July 2013. Via Internet (11. September 2013) <<http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2013/html/is130704.en.html>>.
- Gern, K.-J., N. Jannsen, M. Plödt, B. van Roye und J. Scheide (2013). Expansion der Weltwirtschaft bleibt moderat. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur im Herbst 2013. Kieler Diskussionsbeiträge 526/527. IfW, Kiel.
- Praet, P. (2013). Forward Guidance and the ECB. Via Internet (5. September 2013) <<http://www.voxeu.org/article/forward-guidance-and-ecb>>.
- van Roye, B., und T. Schwarzmüller (2012). Spaniens Bankensektor in der Solvenzkrise. IfW-Fokus 120. Via Internet (5. September 2013) <<http://www.ifw-kiel.de/medien/fokus/2012/ifw-fokus-120>>.





- 510./511. Weltkonjunktur im Herbst 2012  
Kiel, Oktober 2012. 48 S. 18 Euro.
- 512./513. Deutsche Konjunktur im Herbst 2012  
Kiel, Oktober 2012. 41 S. 18 Euro.
- 514./515. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2012  
Kiel, Dezember 2012. 67 S. 18 Euro.
- 516./517. Subventionen in Deutschland in den Jahren 2000 bis  
2011/2012: Der Kieler Subventionsbericht  
*Claus-Friedrich Laaser und Astrid Rosenschon*  
Kiel, März 2013. 18 Euro.
- 518./519. Weltkonjunktur im Frühjahr 2013  
Kiel, April 2013. 47 S. 18 Euro.
- 520./521. Deutsche Konjunktur im Frühjahr 2013  
Kiel, April 2013. 45 S. 18 Euro.
- 522./523. IfW-Krisencheck: Alles wieder gut in Griechenland?  
*Klaus Schrader, David Bencek und Claus-Friedrich Laaser*  
Kiel, Juni 2013. 54 S. 18 Euro.
- 524./525. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Sommer 2013  
Kiel, Juli 2013. 60 S. 18 Euro.
- 526./527. Weltkonjunktur im Herbst 2013  
Kiel, Oktober 2013. 51 S. 18 Euro.