



Kieler **Diskussionsbeiträge**



Weltkonjunktur im Frühjahr 2014

Nr. 534/535 | April 2014

Institut für Weltwirtschaft Kiel

Web: 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

ISSN 0455-0420

© Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel 2014.

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

Belebung der Weltwirtschaft trotz Widerständen 3

*Jens Boysen-Hogrefe, Klaus-Jürgen Gern, Martin Plödt, Björn van Roye
und Joachim Scheide*

Kasten 1: Zu den Auswirkungen der Krise um die Ukraine auf die Weltwirtschaft	10
Kasten 2: Kreditexpansion in China – ein Überblick	20

Euroraum auf Erholungskurs 33

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

Kasten 1: Deflation im Euroraum?	35
----------------------------------	----

Belebung der Weltwirtschaft trotz Widerständen

Jens Boysen-Hogrefe, Klaus-Jürgen Gern, Martin Plödt, Björn van Roye und Joachim Scheide

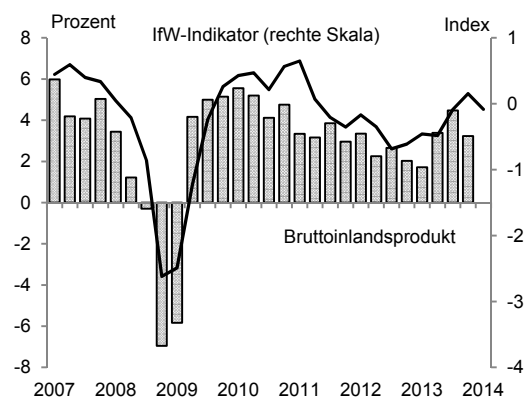
Zusammenfassung:

Die Weltkonjunktur ist seit Mitte 2013 aufwärtsgerichtet. In den fortgeschritten Volkswirtschaften dürfte sich die Erholung in diesem und im nächsten Jahr festigen. Hingegen werden in den Schwellenländern strukturelle Probleme und Gegenwind von den Finanzmärkten eine rasche Zunahme der wirtschaftlichen Dynamik verhindern. Die Weltproduktion wird im laufenden Jahr voraussichtlich um 3,6 Prozent zunehmen, nach 3 Prozent im vergangenen Jahr; damit haben wir unsere Prognose für das laufende Jahr im Vergleich zum Dezember geringfügig reduziert. Für 2015 erwarten wir unverändert einen Zuwachs von 4 Prozent. Die konjunkturelle Erholung bleibt allerdings anfällig für Rückschläge, und die politischen Risiken haben sich durch das Eingreifen Russlands in der Ukraine nochmals erhöht.

Die Weltwirtschaft befindet sich seit Mitte 2013 in einer Phase konjunktureller Erholung. Die wirtschaftliche Dynamik ist aber immer noch mäßig und die Konjunktur nach wie vor anfällig für Rückschläge. So haben sich umfragebasierte Indikatoren zuletzt wieder verschlechtert. Während die weniger günstige Einschätzung der wirtschaftlichen Entwicklung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften vor allem auf die Vereinigten Staaten zurückgeht und wesentlich durch temporäre Faktoren wie den harten Winter bedingt ist, reflektiert die gedämpfte Stimmung in den Schwellenländern nachhaltigere Probleme, die einer deutlichen Beschleunigung des Produktionsanstiegs dort entgegenstehen. Währungen und Aktienkurse vieler Schwellenländer sind nach der Jahreswende stark unter Druck geraten, und die Verschlechterung der finanziellen Rahmenbedingungen droht die Konjunktur insbesondere in den Ländern mit schwachen makroökonomischen Fundamentaldaten spürbar zu belasten.

Im vierten Quartal 2013 stieg die Weltproduktion mit einer laufenden Jahresrate von knapp 4 Prozent nur wenig langsamer als im Quartal zuvor (Abbildung 1). Damit wurde im zweiten Halbjahr des vergangenen Jahres die

Abbildung 1:
Weltwirtschaftliche Aktivität 2007–2014



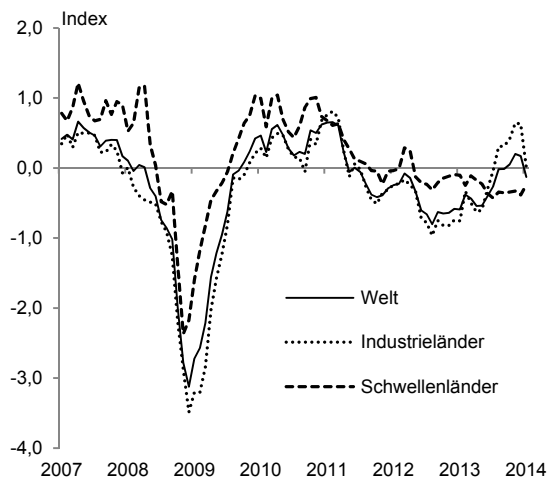
Quartalsdaten; saisonbereinigt; Indikator berechnet auf Basis von Stimmungsindikatoren aus 42 Ländern; Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate; 4. Quartal 2013 teilweise geschätzt.

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

Belebung der Weltwirtschaft trotz Widerständen

stärkste Expansion seit dem Jahr 2010 verzeichnet. Allerdings deutet der IfW-Indikator für die weltwirtschaftliche Aktivität, der auf der Basis von Stimmungsindikatoren aus 42 Ländern berechnet wird, darauf hin, dass sich der globale Produktionsanstieg im ersten Quartal 2014 verlangsamt hat. Maßgeblich für das Nachgeben des Indikators war die deutlich verschlechterte Stimmung in der US-Wirtschaft. Sie ist allerdings wohl vor allem auf den extrem kalten Winter zurückzuführen, der die Produktion in großen Teilen des Landes über beträchtliche Zeit deutlich beeinträchtigt hat. Die konjunkturellen Stimmungsindikatoren in den Schwellenländern verbesserten sich zwar zu Jahresbeginn ungeachtet der zunehmenden Signale, die vonseiten der Finanzmärkte auf Probleme hindeuten, geringfügig (Abbildung 2). Allerdings hat sich das wirtschaftliche Klima in den Schwellenländern in den vergangenen Monaten anders als in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften in der Grundtendenz nicht verbessert. So geht die konjunkturelle Dynamik in der Weltwirtschaft in der jüngsten Zeit weiter vor allem von den fortgeschrittenen Volkswirtschaften aus. Die Verstärkung der Zuwachsrate

Abbildung 2:
Weltwirtschaftsklima nach Ländergruppen 2007–2014

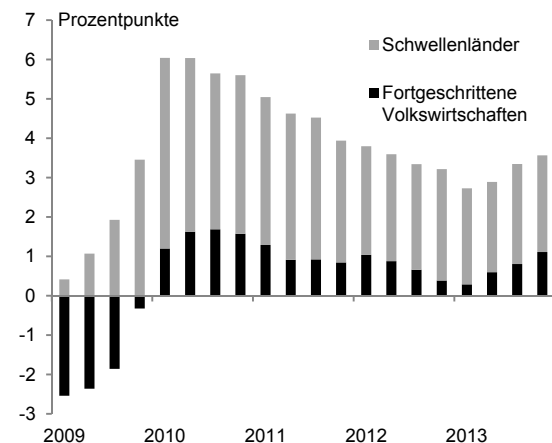


Monatsdaten, saisonbereinigt; teilweise geschätzt; auf der Basis der im IfW-Indikator enthaltenen Stimmungsindikatoren für 42 Länder (34 fortgeschrittene Volkswirtschaften und 8 Schwellenländer).

Quelle: Nationale Quellen; eigene Berechnungen.

des globalen Bruttoinlandsprodukts (gemessen im Vorjahresvergleich) im Verlauf des vergangenen Jahres von 2,7 auf 3,6 Prozent ist nahezu ausschließlich auf die kräftigere Expansion in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zurückzuführen (Abbildung 3).

Abbildung 3:
Globales Bruttoinlandsprodukt nach Ländergruppen 2009–2013



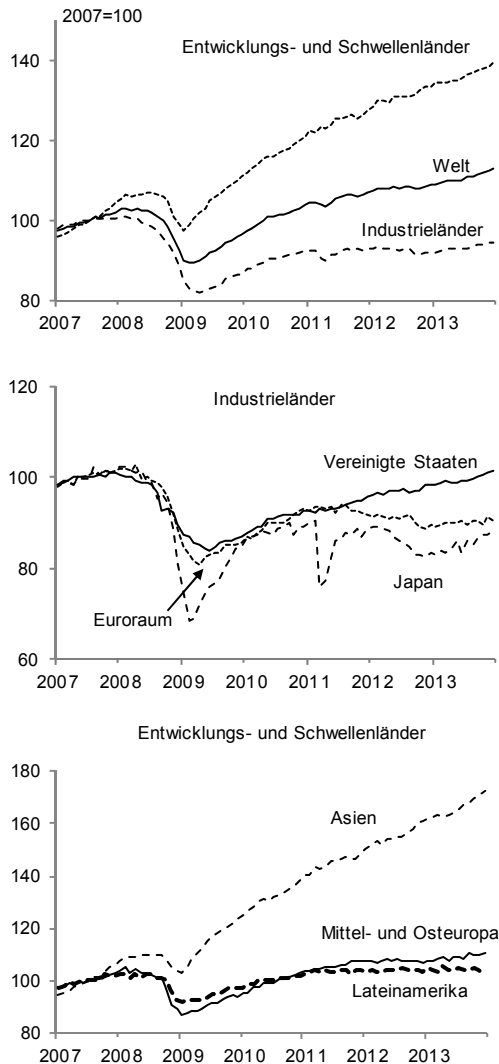
Quartalswerte, Expansionsbeitrag gegenüber dem Vorjahr. Auf der Basis des im IfW-Indikator für die weltwirtschaftliche Aktivität enthaltenen Länderkreises.

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

Die weltweite Industrieproduktion ist seit der Mitte des vergangenen Jahres deutlich aufwärts gerichtet, nachdem nun auch in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften die industrielle Erzeugung spürbar steigt. Im vierten Quartal hat insbesondere die Produktion in den Vereinigten Staaten und in Japan recht kräftig zugenommen (Abbildung 4). In den Schwellenländern insgesamt erhöhte sie sich zwar ebenfalls deutlich, allerdings war hier keine Beschleunigung zu verzeichnen. In Lateinamerika ging die Industrieproduktion gegen Jahresende sogar zurück. Die Festigung der Weltkonjunktur spiegelte sich auch in einer deutlich verstärkten Zunahme des Welthandels, der im vierten Quartal gegenüber dem Vorquartal mit einer laufenden Jahresrate von 7 Prozent zulegte, dem stärksten Zuwachs seit Ende 2010 (Abbildung 5).

Belebung der Weltwirtschaft trotz Widerständen

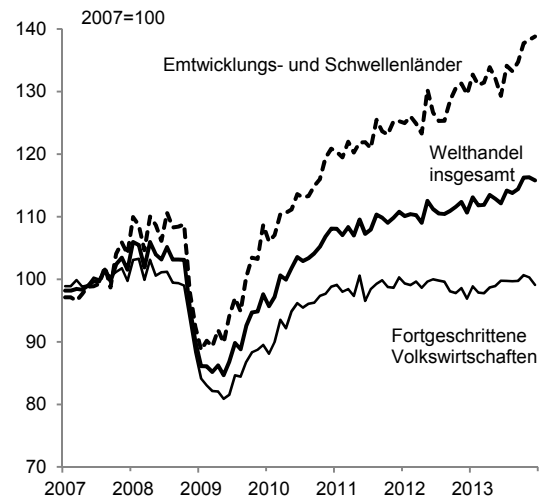
Abbildung 4:
Weltweite Industrieproduktion nach Ländergruppen und Regionen 2007–2013



Monatsdaten; preis- und saisonbereinigt.

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

Abbildung 5:
Welthandel 2007–2013



Monatsdaten; preis- und saisonbereinigt.

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

Schwellenländer im Gegenwind

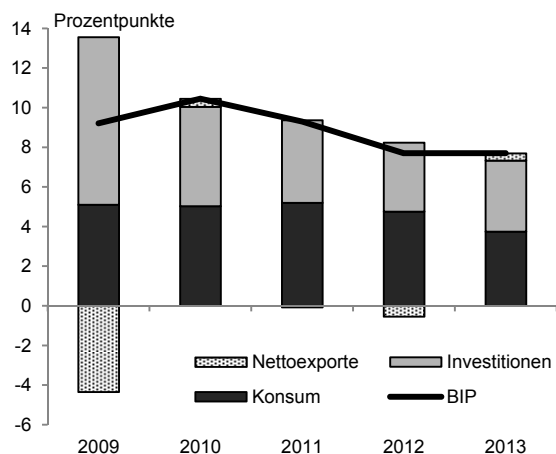
In den Schwellenländern expandierte die Wirtschaft im vergangenen Jahr nur in moderatem Tempo. Die Dynamik war nahezu überall mäßig, zum Teil war – wie in Indien, Russland oder Brasilien – sogar eine ausgeprägte Schwäche erkennbar. Im Sommer kam es verbreitet zu Turbulenzen an den Finanzmärkten, die dazu führten, dass sich die konjunkturellen Rahmenbedingungen in den Schwellenländern zuletzt wieder verschlechtert haben. Im Herbst schien sich die Lage zwar wieder beruhigt zu haben, mit der Jahreswende kamen die Schwellenländer an den Finanzmärkten aber erneut unter Druck.

In *China* nahm die gesamtwirtschaftliche Produktion im Jahr 2013 um 7,7 Prozent zu und damit in ähnlich mäßigem Tempo wie im Jahr zuvor. Während der Expansionsbeitrag des Konsums geringer war als im Vorjahr, blieb der Beitrag der Investitionen annähernd unverändert. Anders als von der Regierung in ihrer mittelfristigen Planung vorgesehen, nahm die relative Bedeutung des Konsums für die Ver-

Belebung der Weltwirtschaft trotz Widerständen

wendung also nicht zu, sondern sie verringerte sich sogar (Abbildung 6). Der Außenhandel lieferte zum ersten Mal seit 2010 wieder einen positiven Beitrag. Im vierten Quartal expandierte die chinesische Wirtschaft mit einer annualisierten Rate von 7,4 Prozent deutlich langsamer als im dritten Quartal, welches aufgrund vorübergehender Impulse von Seiten der Finanzpolitik die höchste Rate der letzten zwei Jahre aufgewiesen hatte (Abbildung 7). Auch die Industrieproduktion nahm in etwas langsamerem Tempo zu, wenngleich weiterhin mit einer zweistelligen Rate. Gegen Jahresende trübte sich das konjunkturelle Bild weiter ein: Der HSBC-Einkaufsmanagerindex sank deutlich unter die Marke von 50 und hat sich seither nicht erholt.

Abbildung 6:
Expansionsbeiträge in China 2009–2013

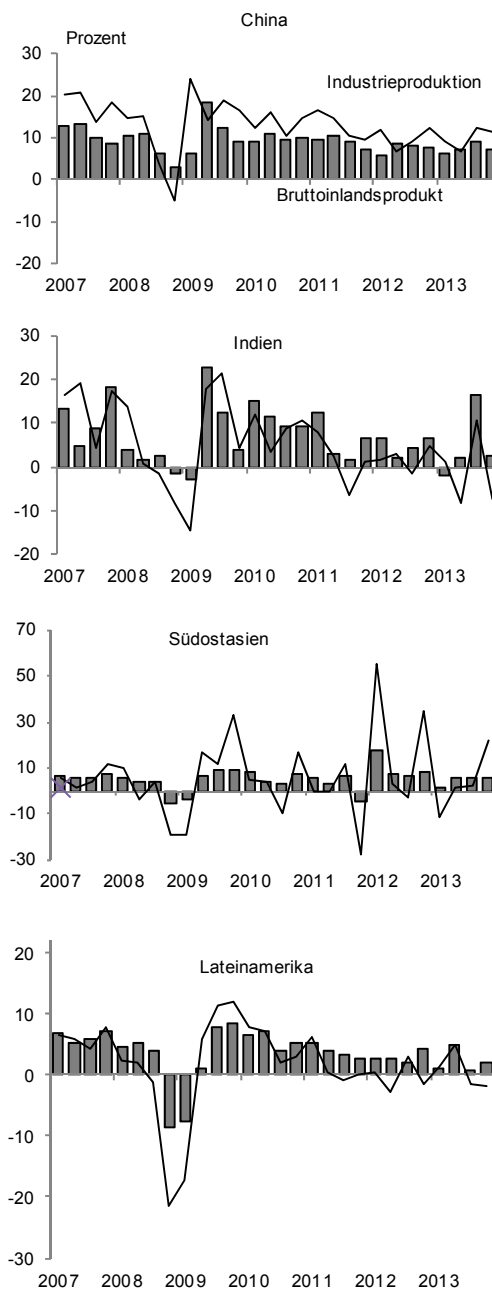


Jahresdaten, preisbereinigt.

Quelle: National Bureau of Statistics of China; eigene Berechnungen.

In Indien war der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts 2013 mit einer Rate von 3,9 Prozent nochmals schwächer als im Jahr zuvor. Der private Konsum stieg deutlich verhaltener, und die Investitionen legten abermals nur sehr geringfügig zu. Zu strukturellen Problemen wie Engpässen in der Infrastruktur und Investitionshemmnissen von politischer Seite kamen Belastungen durch einen starken Anstieg der Preise und Kapitalabflüsse, die zeitweise er-

Abbildung 7:
Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in den Schwellenländern 2007–2013



Quartalsdaten: preis- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate; Daten für China basierend auf Abeyinghe (2008), fortgeschrieben mit Vorquartalsvergleich der amtlichen chinesischen Statistik; Südostasien: gewichteter Durchschnitt für Indonesien, Thailand, Malaysia und Philippinen; Lateinamerika: 4. Quartal 2013 teilweise geschätzt.

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

heblich waren. Die Notenbank reagierte darauf mit Zinsanhebungen. Als Folge gedämpfter Importe, aber auch einer durch eine starke Abwertung geförderte deutliche Ausweitung der Exporte reduzierte sich das Defizit in der Handelsbilanz im Verlauf des Jahres spürbar. Das Leistungsbilanzdefizit verringerte sich von knapp 5 Prozent auf zuletzt rund 1 Prozent.

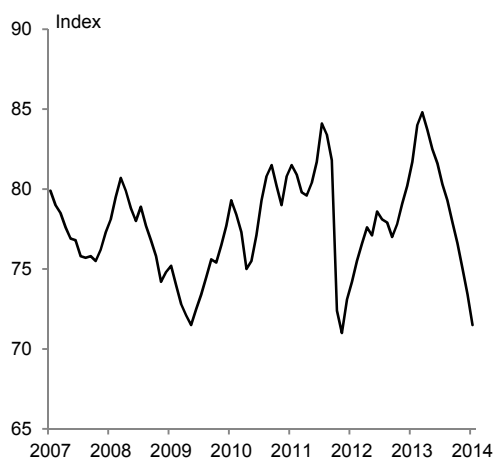
In der Gruppe der *südostasiatischen Schwellenländer*¹ stieg das Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2013 um 5,1 Prozent und damit gegenüber dem Vorjahr merklich verlangsamt. Vor allem in Thailand expandierte die Wirtschaft mit einer Rate von 2,8 Prozent in deutlich geringerem Tempo. Zwar stieg der Außenbeitrag an, der private Konsum jedoch stagnierte, und die Investitionen gingen sogar zurück. Die politische Krise in Thailand dürfte die Binnennachfrage spürbar gedämpft haben; das Konsumentenvertrauen ist seit März letzten Jahres rückläufig und nun auf dem gleichen Stand wie nach der Überschwemmung Ende 2011 (Abbildung 8). In Indonesien und Malaysia nahm das Bruttoinlandsprodukt mit einer leicht niedrigeren Rate zu als im Jahr 2012, der

Anstieg der philippinischen Produktion erhöhte sich hingegen weiter auf 7,2 Prozent.

In *Lateinamerika* war die konjunkturelle Dynamik im vergangenen Jahr gering. Vor allem in Argentinien und Brasilien nahm die Produktion deutlich schwächer zu als im Jahr zuvor. Außenwirtschaftliche Impulse blieben wegen der gedämpften Nachfrage aus den asiatischen Schwellenländern trotz der allmählichen Konjunkturbelebung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften gering. Entscheidend waren aber wohl binnenwirtschaftliche Faktoren, die zum Teil struktureller Natur sind. So bremsen in Brasilien weiterhin Transportprobleme aufgrund einer maroden Infrastruktur und eine investitionshemmende Bürokratie die wirtschaftliche Expansion. In Argentinien hat sich die wirtschaftliche Situation in der zweiten Jahreshälfte stark verschlechtert. Die gesamtwirtschaftliche Produktion erhöhte sich nicht mehr, während die Inflation stark stieg, zuletzt befeuert von der starken Abwertung des Peso. Protektionistische Maßnahmen der Regierung, die unter anderem Importbeschränkungen auferlegt hat, haben derweil zu Versorgungsengpässen in Handel und Industrie geführt. Die erhöhte politische Unsicherheit dürfte mehr und mehr dazu führen, dass Investoren und Konsumenten sich bei ihren Kauf- bzw. Investitionsentscheidungen zurückhalten und so die Konjunktur belasten. In Venezuela belasteten ebenfalls ein verfehlter wirtschaftspolitischer Kurs sowie zunehmende innenpolitische Spannungen die wirtschaftliche Dynamik. Hier sank die Produktion in der zweiten Jahreshälfte, die Inflation stieg auf über 50 Prozent, und die heimische Währung wurde drastisch abgewertet.

In *Russland* nahm das Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2013 mit 1,3 Prozent zu, der niedrigsten Rate seit 1998, wenn man vom Krisenjahr 2008 absieht. Auf der Nachfrageseite waren insbesondere die Investitionen schwach – eine Folge gestiegener Zinsen, aber wohl auch Ausdruck fehlender Sicherheit über die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen. Lediglich der private Konsum stieg dank weiterhin recht deutlicher Zuwächse beim real verfügbaren Einkommen und einer deutlichen Ausweitung der Verschuldung

Abbildung 8:
Konsumentenvertrauen in Thailand 2007–2014



Monatsdaten.

Quelle: Thai Chamber of Commerce Datastream.

¹ Die hier betrachtete Ländergruppe umfasst Indonesien, Thailand, Malaysia und die Philippinen.

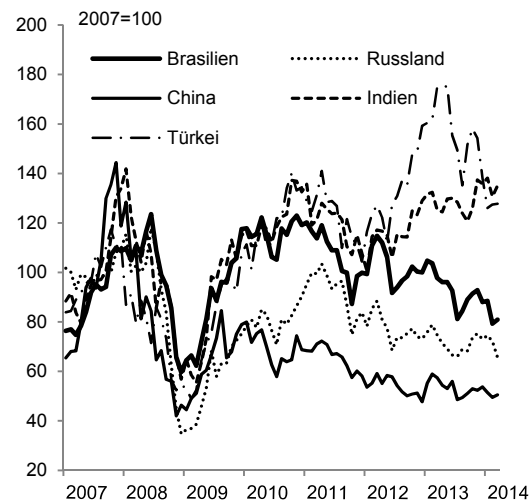
Belebung der Weltwirtschaft trotz Widerständen

noch kräftig. Die Indikatoren lassen nicht erwarten, dass sich die Konjunktur nach der Jahreswende spürbar belebt hat; so lag die Industrieproduktion im Januar weiter unter ihrem Niveau ein Jahr zuvor.

Neuerliche Turbulenzen an den Finanzmärkten

Viele Schwellenländer kamen zu Beginn des Jahres 2014 an den Finanzmärkten unter erheblichen Druck. Ausländisches Portfoliakapital wurde in großem Umfang abgezogen, die Aktienkurse gaben zum Teil deutlich nach (Abbildung 9), und viele Währungen verloren drastisch an Außenwert (Abbildung 10). Bereits im Sommer 2013 hatte sich das monetäre Umfeld für viele Schwellenländer im Zuge einer ähnlichen Episode erheblich verschlechtert. Auslöser war damals die Ankündigung der US-Notenbank, dass sie mit großer Wahrscheinlichkeit ihre Anleihekäufe in absehbarer Zeit reduzieren und schließlich einstellen würde, was an den Märkten Unsicherheit erzeugte und viele Investoren dazu veranlasste, Mittel zurückzuholen, die aus Renditegründen kurzfristig in den Schwellenländern angelegt worden waren. Die jüngsten Turbulenzen an den Finanzmärkten scheinen auf eine Kombination mehrerer Faktoren zurückzugehen. Zu dem Beschluss der US-Notenbank, ihre Anleihekäufe tatsächlich zu reduzieren, kamen überraschend schwache Konjunkturdaten aus China und eine aufkommende Diskussion um mit dem chinesischen Schattenbankensystem verbundene Risiken, zunehmende politische Spannungen in einer Anzahl von Ländern (Thailand, Türkei, Südafrika, Ukraine) sowie die Sorge um die Konsequenzen der Aufgabe des festen Wechselkurses des argentinischen Pesos. All dies führte an den Finanzmärkten zu einer Neubewertung der Risiken von Anlagen in den Schwellenländern. Letztlich reflektierten die Finanzmärkte wohl auch die Tatsache, dass die längerfristigen Wachstumsperspektiven für die Schwellenländer aufgrund struktureller Probleme inzwischen nach unten revidiert worden sind (Boysen-Hogrefe et al. 2013).

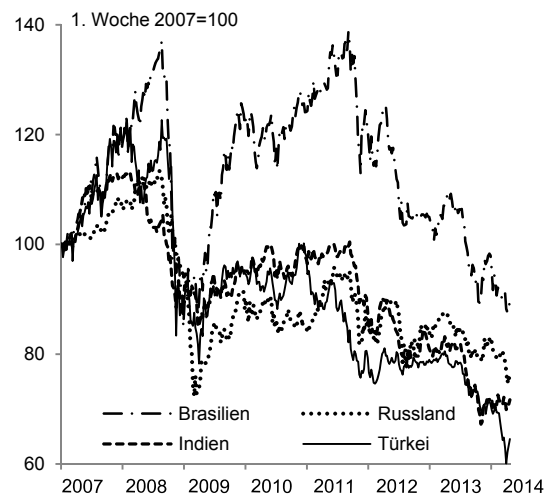
Abbildung 9:
Aktienkurse in großen Schwellenländern 2007–2014



Wochendaten.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

Abbildung 10:
Wechselkurse in großen Schwellenländern 2007–2014



Wöchentliche Daten.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

Die Turbulenzen an den Finanzmärkten der Schwellenländer bedeuten zwar eine Belastung für die Wirtschaft in den betroffenen Ländern, sie machen eine Fortsetzung der allmählichen Erholung der Weltkonjunktur aber nicht unmöglich. Zum einen fließt das Kapital von den Schwellenländern in die fortgeschrittenen Volkswirtschaften, wo sich dadurch die monetä-

ren Rahmenbedingungen tendenziell verbessern. Zum anderen ist es auch nicht ausgemacht, dass die betroffenen Schwellenländer in eine Konjunkturkrise geraten, sofern sie bereit sind, eine Abwertung ihrer Währung zu tolerieren (Klodt 2014). Eine starke Abwertung ist zwar in der Regel nicht willkommen, da durch die Verteuerung der Importe die Inflation zusätzlich Impulse bekommt, die vielfach trotz bereits länger dauernder Konjunkturschwäche noch auf unerwünscht hohem Niveau ist. Es ist aber in der Regel nicht ratsam, sich einem Abwertungsdruck an den Devisenmärkten entgegenzustemmen, sei es durch Devisenmarktinterventionen oder durch drastische Zinsanhebungen. Dies gilt umso mehr, als die Abwertung häufig zu einem großen Teil lediglich die Korrektur einer Aufwertung ist, die sich zuvor als Folge starker Kapitalzuflüsse ergeben hatte. Mit einer Abwertung ist die Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit heimischer Produzenten verbunden, die ihnen die Chance eröffnet, im In- und Ausland Marktanteile zu erhöhen. Dies kann der Dämpfung der Binnen nachfrage entgegenwirken, zu der es kommt, weil sich die Finanzierungsbedingungen als Folge des Abzugs des Auslandskapitals verschlechtern. So hat sich beispielsweise in Indonesien nach der Abwertung vom vergangenen Sommer dank starker Exporte die wirtschaftliche Expansion sogar beschleunigt, während das Leistungsbilanzdefizit stark zurückging.

Zinsanhebungen sollten nur vorgenommen werden, soweit sie notwendig sind, die Stabilitätsorientierung der Notenbank zu demonstrieren und so die Inflationserwartungen zu stabilisieren. Die Reaktion der Notenbanken auf die Abwertungen war recht unterschiedlich. Während die brasilianische Zentralbank ihren Leitzins seit Ende Mai 2013, als Ben Bernanke ankündigte, den Kauf von Anleihen durch die Fed in Bälde zu reduzieren, in sieben Schritten um insgesamt 3,25 Prozentpunkte erhöhte, wurden die Zinsen in Indonesien lediglich um 1,25 Prozent erhöht. In den meisten anderen Schwellenländern ließen die Notenbanken ihre Zinsen unverändert oder sie senkten sie – wie z.B. in Chile – sogar. Die türkische Notenbank, die im Sommer zunächst darauf verzichtet hatte, die

geldpolitischen Zügel zu straffen, sah sich Ende Januar veranlasst, dem Kapitalabfluss dadurch zu begegnen, dass sie ihren Leitzins schlagartig um 5,5 Prozentpunkte auf 10 Prozent erhöhte.

Neben wirtschaftlichen Problemen sind es auch politische Unsicherheiten, welche die Anleger dazu bewegen, ihr Kapital von den Schwellenländern in die sicheren Häfen der großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften (zurück-) zu verlagern. So war die Ukraine in den vergangenen Wochen von Kapitalflucht besonders betroffen, und nach dem Eingreifen Russlands kamen russische Aktien und der Wechselkurs des Rubel stark unter Druck. War die aus der innenpolitischen Krise in der Ukraine resultierende Belastung für die übrige Welt noch vernachlässigbar gering, so bedeutet die Entwicklung in der Ukraine mit der Parteinahme Russlands auf der Krim ein beträchtliches potenzielles Risiko für den Fortgang der weltwirtschaftlichen Erholung (Kasten 1). Für die Prognose gehen wir allerdings davon aus, dass die politischen Spannungen nicht zu einer nachhaltigen Beeinträchtigung der Handelsbeziehungen zu Russland führen.

Gefestigte Konjunktur in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften

Die konjunkturelle Erholung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, die im Frühjahr 2013 eingesetzt hatte, setzte sich bis zuletzt fort, auch wenn sich einige Konjunkturindikatoren in den vergangenen Wochen abgeschwächt haben. Vor allem in den Vereinigten Staaten hat sich das Geschäftsklima deutlich eingetrübt, doch ist dies wohl vor allem einem ungewöhnlich harten Winter geschuldet. In den übrigen großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften deuten die Stimmungsindikatoren auf eine anhaltende wirtschaftliche Expansion hin (Abbildung 11). Der Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion war in den G7-Ländern im vierten Quartal mit einer Rate von knapp 1,7 Prozent zwar etwas geringer als im Sommer-

Kasten 1:

Zu den Auswirkungen der Krise um die Ukraine auf die Weltwirtschaft

Die Krise kann über den Außenhandel und über finanzwirtschaftliche Verflechtungen auf andere Länder ausstrahlen. Einen weiteren Wirkungskanal stellen die Rohstoffpreise dar, die als Folge eines Eskalierens der Krise stark steigen könnten.

Infolge der politischen Krise in der Ukraine dürfte sich die Produktion im Land in jedem Fall deutlich abschwächen. Vergleichbare politische Umstürze sind häufig mit beträchtlichen Rückgängen des Bruttoinlandsprodukts in einer Größenordnung von 5 Prozent verbunden gewesen. Rückgänge im Außenhandel, die weit darüber hinausgehen, sind wahrscheinlich. Allerdings sind die Auswirkungen auf die übrige Welt insgesamt gering, denn die Ukraine ist trotz einer Bevölkerung von 45 Millionen wirtschaftlich gesehen ein kleines Land. Bei einem Pro-Kopf-Einkommen von lediglich 3 500 US-Dollar erwirtschaftet es ein Bruttoinlandsprodukt, das geringer ist als das von Portugal oder Irland. Der Anteil der Exporte in die Ukraine an den Gesamtexporten liegt für die Europäische Union ebenso wie für Deutschland bei lediglich 0,5 Prozent. Erheblich größer ist der Anteil der Lieferungen in die Ukraine vor allem im Nachbarland Polen (Tabelle K1-1). Über den Handelskanal sind spürbare Auswirkungen eines wirtschaftlichen Einbruchs in der Ukraine also allenfalls für Polen zu erwarten. Die Ukraine ist in einem Umfang von 35 Mrd. US-Dollar bei ausländischen Banken verschuldet, davon ca. 25 Mrd. bei europäischen Banken. Bei dieser Größenordnung wäre selbst ein Totalausfall dieser Kredite für den Bankensektor wohl verkraftbar. Gleichzeitig erscheint ein solches Szenario aber sehr unwahrscheinlich angesichts der Tatsache, dass EU und IWF bereits Finanzhilfen in Aussicht gestellt haben, um die Zahlungsfähigkeit des ukrainischen Staates sicherzustellen.

Durch das Eingreifen Russlands auf der Krim besteht das Risiko einer Eskalation, selbst wenn es nicht zu einer direkten militärischen Konfrontation mit der NATO kommt, deren ökonomische Folgen wohl nicht abschätzbar sind. Die Krise bedeutet eine erhebliche zusätzliche Unsicherheit, die die wirtschaftlichen Dispositionen erschwert, Risikoprämien erhöht und von daher die Finanzmärkte belastet. Insbesondere Investitionen dürften dadurch gebremst werden. Auch wären Einschränkungen im Handel mit Russland für die übrige Welt durchaus spürbar. So werden etwa 2,5 Prozent der Exporte der EU nach Russland geliefert, in Deutschland lag der Anteil im Jahr 2012 bei 3,3 Prozent. Auch die finanziellen Verflechtungen mit Russland sind erheblich bedeutsamer. Ausländische Banken halten Vermögenstitel in Russland in Höhe von 242 Mrd. US-Dollar, darauf entfallen 184 Mrd. auf europäische Banken (UniCredit 2014). Abschreibungen in dieser Größenordnung wären von den europäischen Banken kurzfristig wohl nicht ohne weiteres zu erbringen.

Tabelle K1-1:

Exporte ausgewählter Länder in die Ukraine und nach Russland 2012

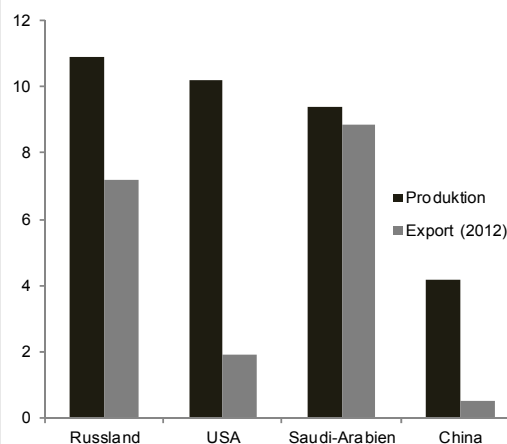
	Ukraine	Russland
Deutschland	0,5	3,3
Frankreich	0,2	1,9
Polen	2,8	5,1
Finnland	0,7	9,9
Europäische Union	0,5	2,6
Vereinigte Staaten	0,1	0,7
Russland	5,2	–

Jahresdaten. Warenhandel. Prozentualer Anteil an Gesamtexporten.

Quelle: IMF, *Direction of Trade Statistics*.

Abbildung K1-1:

Ölproduktion und Ölexporte wichtiger Förderländer 2013



Quelle: International Energy Agency, *Oil Market Report*, Februar 2014; US Energy Information Agency.

Belebung der Weltwirtschaft trotz Widerständen

Ein besonderes Risiko resultiert aus der Rolle Russlands als Lieferant von Rohstoffen, insbesondere Erdöl und Erdgas. Über den Kanal Rohstoffpreise dürften auch die gravierendsten Effekte eines Konflikts auf die übrige Weltwirtschaft erfolgen. Russland ist der größte Ölproduzent der Welt und exportiert kaum weniger Rohöl als Saudi-Arabien (Abbildung K1-1). Ein Viertel des Gasverbrauchs im Euroraum wird durch russisches Gas gedeckt; in Deutschland liegt dieser Anteil sogar bei 40 Prozent. Kürzungen der Lieferungen aus Russland könnten den Ölpreis empfindlich nach oben treiben, bereits die Sorge darum dürfte spürbare Effekte haben: Am ersten Tag des Eingreifens Russlands auf der Krim sprang der Ölpreis um 3 Prozent auf ein Jahreshoch von 112 US-Dollar pro Barrel Brent, in den Tagen danach allerdings ist er wieder zurückgegangen. Die russischen Öl- und Gaslieferungen könnten nur teilweise aus anderen Quellen ersetzt werden. Zudem dürfte sich der Preis für nicht-russisches Öl und Gas aufgrund zusätzlicher Nachfrage drastisch erhöhen. Auch wenn kurzfristig auf umfangreiche Lagerbestände zurückgegriffen werden kann, wären somit erhebliche dämpfende Wirkungen auf die Konjunktur in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zu erwarten. Allerdings ist die Abhängigkeit vom russischen Öl zweiseitig. Die Staatsfinanzen Russlands sind ebenfalls in hohem Maße von den Öleinnahmen abhängig. Eine nachhaltige Störung der Lieferbeziehungen würde den ohnehin im Gange befindlichen Prozess der Umorientierung hin zu alternativen Quellen (Fracking-Boom in den Vereinigten Staaten, steigende Produktion in Afrika und Südamerika, Reintegration iranischen Öls; beim Gas: zunehmender Einsatz von verflüssigtem Erdgas aus anderen Fördergebieten) beschleunigen und würde die Position Russlands auf mittlere Frist erodieren. Die Nutzung des Ölhandels als politisches Druckmittel (sei es als Boykott oder Embargo) ist also für beide Seiten eine kostspielige Strategie und entsprechend unwahrscheinlich.

halbjahr (Abbildung 12). Die Konjunktur blieb aber in allen großen Volkswirtschaften aufwärts gerichtet, wenngleich die Erholung im Euroraum nach wie vor nur wenig Schwung entfaltet.

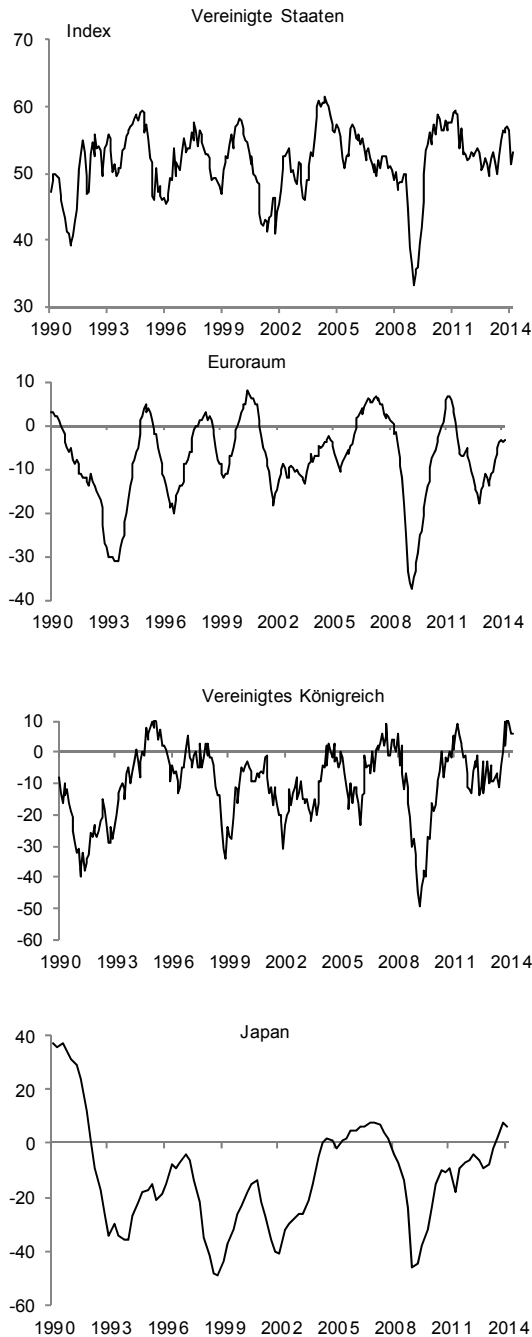
In den *Vereinigten Staaten* setzte sich die robuste Erholung der Konjunktur fort. Im vierten Quartal 2013 expandierte das Bruttoinlandsprodukt allerdings mit einer laufenden Jahresrate von 2,4 Prozent merklich langsamer als im dritten Quartal (Abbildung 13). Maßgeblich dafür war, dass der Expansionsbeitrag der Vorratsveränderungen deutlich geringer ausfiel und dass die öffentlichen Investitionen merklich sanken. Der Außenhandel trug mit 1 Prozentpunkt so stark zur Expansion des Bruttoinlandsprodukts bei wie seit drei Jahren nicht mehr, da die Exporte mit einer Rate von rund 10 Prozent sehr kräftig expandierten, während die Importe kaum zunahmen. Die privaten Konsumausgaben legten leicht beschleunigt um 2,6 Prozent zu. Da die real verfügbaren Einkommen im vierten Quartal nur recht schwach stiegen, ging die Sparquote der privaten Haushalte merklich zurück und lag im Dezember knapp unter 4 Prozent – einer der niedrigsten Werte seit dem Beginn der Erholung. Die Ausstattungsinvestitionen zogen im vierten Quartal spürbar an, während die Bauinvestitionen zur

Schwäche neigten: Die Investitionen in den Wirtschaftsbau stagnierten, und die privaten Wohnungsbauinvestitionen gingen sogar merklich zurück. Dabei dürfte es sich jedoch lediglich um eine kurze Unterbrechung der starken Expansion im Bausektor handeln. Der Beschäftigungsaufbau hat sich in den Wintermonaten etwas verlangsamt. Maßgeblich dafür dürften aber ungünstige Witterungsbedingungen gewesen sein. Die Arbeitslosenquote ging gleichzeitig in der Tendenz weiter zurück; sie lag im Februar bei 6,7 Prozent.

In den *fortgeschrittenen Volkswirtschaften Asiens* setzte sich der konjunkturelle Aufschwung auch im vierten Quartal fort. Während sich der Produktionsanstieg in den kleineren Volkswirtschaften zumeist beschleunigte – in Taiwan und Singapur wurden Zuwachsraten von 7 bzw. 6 Prozent verzeichnet –, nahm das Bruttoinlandsprodukt in Japan mit einer Rate von 0,7 Prozent zwar ähnlich moderat zu wie im Quartal zuvor. Die von den wirtschaftspolitischen Impulsen vor einem Jahr angestoßene wirtschaftliche Expansion blieb aber intakt. Die Industrieproduktion erhöhte sich sogar noch etwas schneller als im Sommerhalbjahr und lag im Dezember um 7,1 Prozent über ihrem Niveau ein Jahr zuvor. Auch die inländische Verwendung nahm weiter kräftig zu; sie steigt nun seit

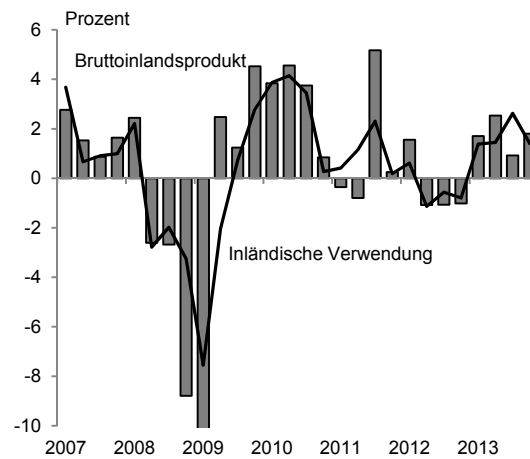
Belebung der Weltwirtschaft trotz Widerständen

Abbildung 11:
Geschäftsklima in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 1990–2014



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 12:
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.

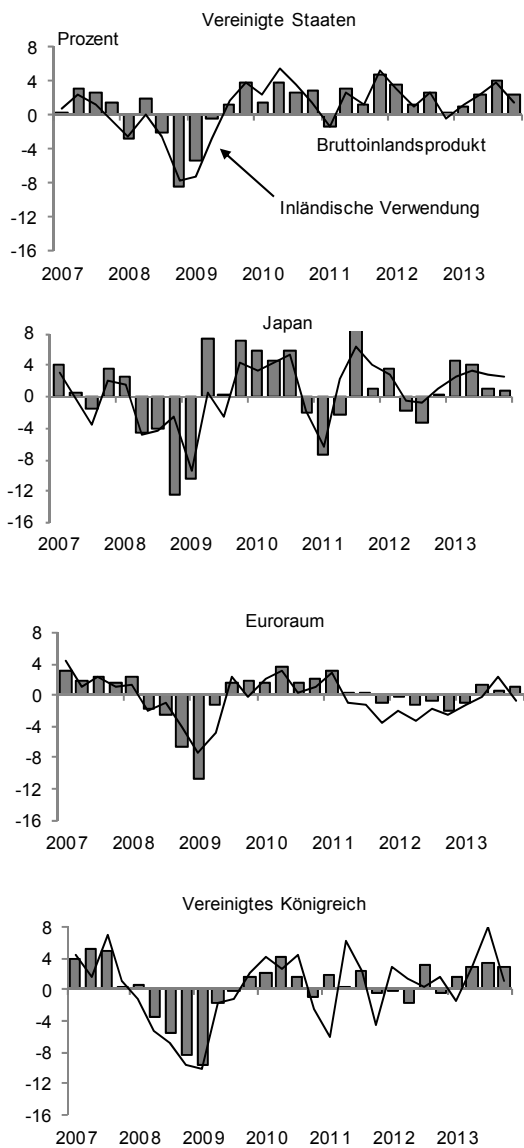
Quelle: OECD, *Main Economic Indicators*; eigene Berechnungen.

vier Quartalen mit Raten um die 3 Prozent. Im vierten Quartal nahmen nahezu alle inländischen Verwendungskomponenten deutlich zu. Der private Verbrauch expandierte mit einer Rate von 2 Prozent, die privaten Anlageinvestitionen stiegen mit 7,5 Prozent, die öffentlichen Investitionen wurden zwar nicht mehr ganz so stark ausgeweitet wie in den beiden Quartalen zuvor, nahmen aber immer noch um fast 10 Prozent zu. Gedrückt wurde die gesamtwirtschaftliche Expansion wie im dritten Quartal durch den Außenhandel. Während sich die Exporte kaum erhöhten, legten die Importe mit einer Rate von nahezu 15 Prozent sehr stark zu.

Der Arbeitsmarkt in Japan hat sich dank des Aufschwungs der Produktion im Verlauf des vergangenen Jahres deutlich belebt. Die Beschäftigung zieht seit dem Frühjahr spürbar an, die Arbeitslosenquote ist auf 3,7 Prozent im Dezember gesunken (Abbildung 14), und die Zahl der offenen Stellen je Stellensuchenden – ein in Japan viel beachteter Indikator für die Lage am Arbeitsmarkt – überschritt zuletzt die Parität.

Belebung der Weltwirtschaft trotz Widerständen

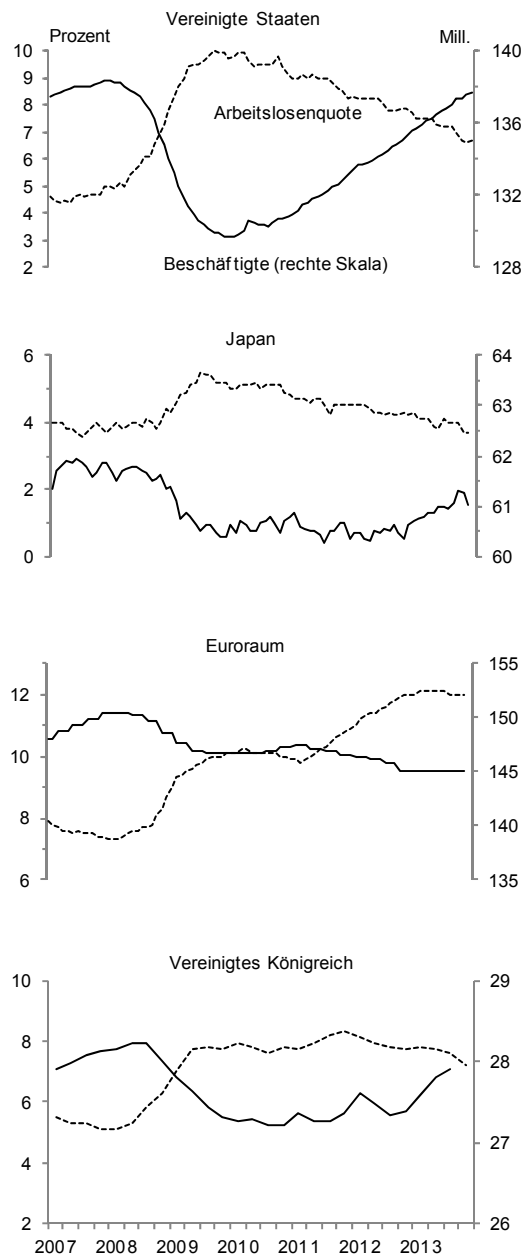
Abbildung 13:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2007–2013



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*.

Abbildung 14:
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*.

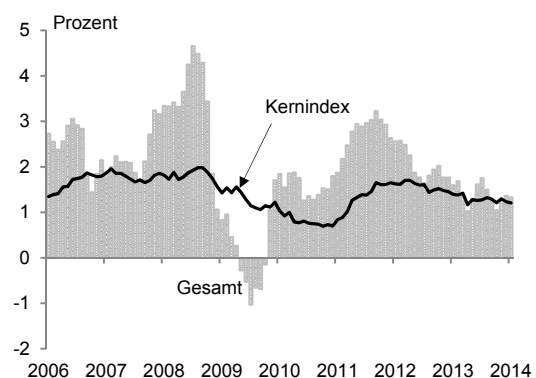
Die Konjunktur im *Euroraum* befindet sich in einer Phase allmählicher Belebung. Seit dem Frühjahr 2013 steigt die Produktion, wenngleich die Dynamik noch gering ist. Im vierten Quartal beschleunigte sich der Produktionsanstieg auf eine laufende Jahresrate von 1,1 Prozent, getragen vor allem von einem spürbaren Anstieg der Ausfuhren. Auch die Investitionen legten recht deutlich zu, während der private Konsum gedämpft durch die hohe Arbeitslosigkeit und schwache Lohnzuwächse abermals nur wenig zunahm. Insgesamt hat sich die Aufwärtstendenz aber gefestigt. Die Konjunktur war zuletzt nahezu überall aufwärts gerichtet, und die Klimaindikatoren deuten darauf hin, dass sich der Produktionsanstieg im ersten Quartal nochmals beschleunigen wird. Am Arbeitsmarkt hat sich das Bild zwar noch nicht merklich aufgehellt; der Höchststand der Arbeitslosigkeit scheint nun aber überschritten.

In den *übrigen Ländern der Europäischen Union* war die Konjunktur gegen Jahresende sogar deutlich aufwärtsgerichtet. Besonders kräftig legte die Produktion in Schweden und in Tschechien zu, wo jeweils Raten von annualisiert rund 7 Prozent verzeichnet wurden. In den beiden größten Volkswirtschaften außerhalb des Euroraums, im Vereinigten Königreich und in Polen, setzte sich der kräftige Anstieg des Bruttoinlandsprodukts, der im Sommerhalbjahr verzeichnet worden war, auch im vierten Quartal fort; die Produktion stieg in beiden Ländern abermals mit einer laufenden Jahresrate von knapp 3 Prozent. Während in Polen jedoch die Impulse insbesondere von der Ausfuhr kamen, war im Vereinigten Königreich die inländische Verwendung maßgeblich, vor allem die Anlageinvestitionen, die um nahezu 10 Prozent zulegten. Die Expansion der privaten Konsumausgaben verlangsamte sich hier gleichzeitig etwas; mit einer Zuwachsrate von 1,5 Prozent nahmen sie in etwa im Einklang mit den Haushaltseinkommen zu. Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich in den vergangenen Monaten deutlich verbessert. Die Beschäftigung stieg deutlich, und die Arbeitslosenquote sank von 7,8 Prozent im Frühsommer auf 7,2 Prozent im November.

Niedrige Inflation

Die Verbraucherpreise sind weltweit in den vergangenen Monaten in wenig verändertem, moderatem Tempo gestiegen. Dies wurde dadurch begünstigt, dass die Rohölpreise – bei weitgehender Stabilität im Verlauf – ihr Vorjahresniveau anders als im Sommer zuletzt nicht mehr überstiegen. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ging die Inflationsrate von 1,7 Prozent im Juli auf 1,5 Prozent im Dezember zurück (Abbildung 15). Die Kernrate der Infla-

Abbildung 15:
Verbraucherpreise in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2006–2014



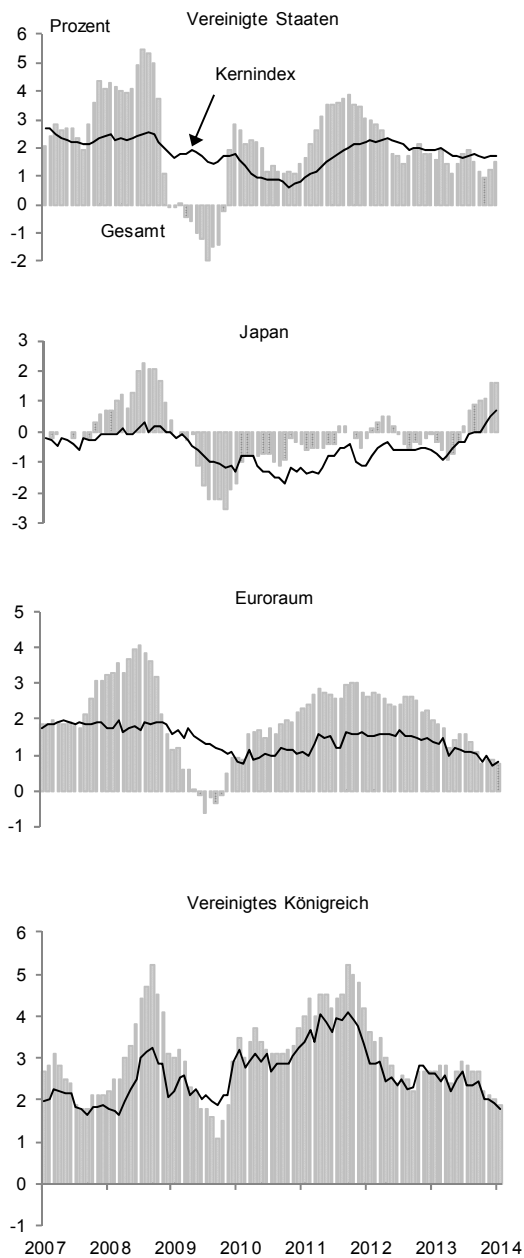
Monatsdaten; Veränderung gegenüber dem Vorjahr der Verbraucherpreise in den Vereinigten Staaten, im Euroraum, in Japan und im Vereinigten Königreich, gewichtet mit dem Bruttoinlandsprodukt zu Preisen und Wechselkursen von 2012; Kernrate: Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel.

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

tion, bei der die Effekte der recht volatilen Energie- und Nahrungsmittelpreise herausgerechnet werden, verharrte in etwa auf dem moderaten Niveau von 1,3 Prozent. Hinter der annähernden Konstanz der Inflation im Aggregat der großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften verbergen sich aber im Einzelnen sehr unterschiedliche Entwicklungen (Abbildung 16). Lediglich in den Vereinigten Staaten war die Inflationsrate in den vergangenen Monaten weitgehend stabil. In Europa ging sie gleichzeitig spürbar zurück. Während dies im Vereinigten

Belebung der Weltwirtschaft trotz Widerständen

Abbildung 16:
Verbraucherpreise in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2007–2014



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*.

Königreich eine willkommene Entwicklung darstellt, war doch die Inflation in den vergangenen drei Jahren zum Teil deutlich höher gewesen als angestrebt und liegt nun in der Nähe des Ziels von 2 Prozent, wird der Rückgang der Inflationsrate im Euroraum mit Sorge betrachtet. Mit 0,8 Prozent war die Preissteigerungsrate in den Wintermonaten deutlich niedriger als die Rate von knapp unter 2 Prozent, welche die EZB anstrebt. Wir halten das Risiko, dass der Euroraum insgesamt in eine Deflation gerät angesichts der starken monetären Impulse für gering.² Betrachtet man die Kernrate, ist die Abwärtsdynamik bei der Inflation gering, und bei fortgesetzter konjunktureller Belebung dürften sich in den kommenden Monaten allmählich wieder stärkere Preis- und Lohnsteigerungen ergeben.

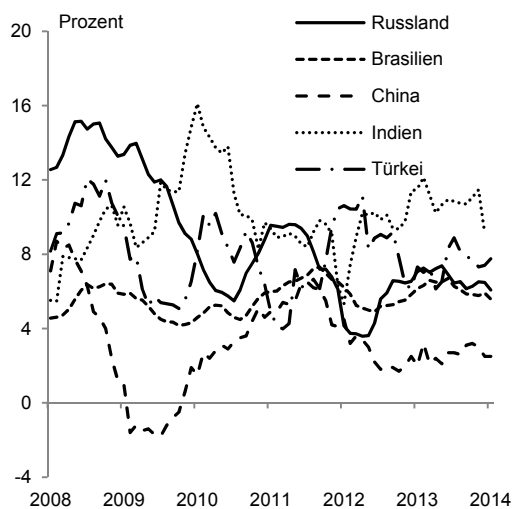
Gänzlich anders als im Euroraum entwickelte sich die Inflation in den vergangenen Monaten in Japan. Die Verbraucherpreise, die seit 2009 in der Tendenz stetig gesunken waren, zogen ab dem Frühjahr spürbar an und waren zu Beginn des laufenden Jahres um 1,4 Prozent höher als ein Jahr zuvor. Auch die Kernrate ist inzwischen positiv; sie belief sich zuletzt auf 0,7 Prozent. Allerdings beruht der Preisanstieg in überwiegendem Umfang darauf, dass die Importpreise infolge der Abwertung des Yen drastisch – um effektiv fast 25 Prozent – gestiegen sind. Dies hat die Kosten für Rohstoffe und hier nicht zuletzt fossile Energieträger, auf die Japan nach der Abschaltung fast aller Kernreaktoren in verstärktem Maße angewiesen ist, spürbar erhöht. Fraglich ist, ob der Kostenschub von der Importseite die Preisdynamik nachhaltig verändert hat. Bei weitgehend stabilem Wechselkurs sind die Verbraucherpreise in der jüngsten Zeit im Vormonatsvergleich wieder rückläufig gewesen. Infolge einer Mehrwertsteuererhöhung um 3 Prozentpunkte, die für den April dieses Jahres vorgesehen ist, wird sich das Preisniveau in Kürze zwar nochmals sprunghaft erhöhen. Wir erwarten allerdings nicht, dass sich die Inflationserwartungen dadurch dauerhaft erhöhen.

² Vgl. hierzu ausführlicher Boysen-Hogrefe et al. (2014a).

Belebung der Weltwirtschaft trotz Widerständen

In den Schwellenländern bestehen nach wie vor beträchtliche Inflations Sorgen. Während sich in China die Inflationsrate mit Raten bei 2,5 Prozent in etwa zielgerecht entwickelt, ist sie in den meisten anderen großen Schwellenländern nach wie vor höher als angestrebt. Allerdings hat sich der Preisaufrtrieb zuletzt auch nicht weiter beschleunigt, obwohl durch die zum Teil starken Abwertungen beträchtliche neue Inflationsimpulse entstanden sind. In Indien ging die Inflationsrate zuletzt aufgrund sinkender Nahrungsmittelpreise sogar deutlich zurück (Abbildung 17).

Abbildung 17
Verbraucherpreise in großen Schwellenländern 2008–2014



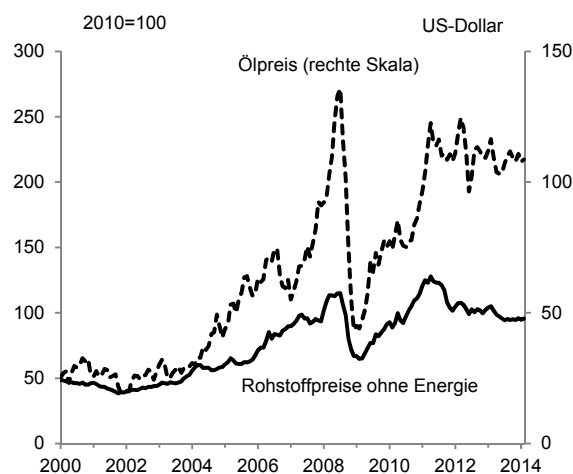
Monatsdaten; Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

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

Die Rohstoffpreise sind seit geraumer Zeit im Aggregat recht stabil. Der HWWI-Index für Rohstoffpreise lag zuletzt etwa auf dem Niveau vom Frühjahr 2012; beträchtliche Schwankungen sind seit einem halben Jahr nicht mehr zu verzeichnen gewesen (Abbildung 18). Der Preis für Rohöl ist in der Tendenz bis zum Februar sogar leicht gesunken,³ obwohl die Nachfrage

³ Dies gilt allerdings nicht für den in den Vereinigten Staaten wichtigsten Referenzpreis WTI, der infolge rückläufiger Lagerbestände am zentralen Umschlagort in Cushing/Oklahoma, in den vergangenen Wochen spürbar anzog.

Abbildung 18:
Rohstoffpreise 2000–2014



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

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

die Förderung erheblich überstieg und die Lagerbestände auf das niedrigste Niveau seit Ende 2008 gefallen sind. Offensichtlich sind die Aussichten für die Nachfrage nach Öl dadurch nachhaltig gedämpft, dass die Konjunkturperspektiven für die Schwellenländer, die in den vergangenen Jahren ausschließlich für den zusätzlichen globalen Verbrauch an Öl verantwortlich waren, mäßig sind. Gleichzeitig geht der Markt anscheinend davon aus, dass Angebotsprobleme, die vor allem in einzelnen OPEC-Ländern wie in Libyen und im Irak zu beobachten waren, sich als vorübergehend erweisen werden oder durch Produktionssteigerungen andernorts wettgemacht werden. So sind die Sanktionen gegen den Iran bislang noch kaum gelockert worden, und es besteht das Potenzial, die Förderung dort erheblich auszuweiten, sollten die Verhandlungen der sogenannten 5+1-Gruppe um das iranische Atomprogramm zu einem erfolgreichen Abschluss kommen. Vor allem aber steigt die Produktion außerhalb der OPEC kräftig; ein Ende des Ölbooms in den Vereinigten Staaten ist nicht abzusehen. Unter günstigen Umständen könnte sich aus der derzeitigen Knappheit am Ölmarkt rasch eine Situation von Überangebot entwickeln, mit entsprechendem Druck auf die

Belebung der Weltwirtschaft trotz Widerständen

Tabelle 1:

Rahmendaten für die Konjunkturprognose 2013–2015

	2013				2014				2015			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Leitzins												
Vereinigte Staaten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,5
Japan	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Euroraum	0,75	0,60	0,50	0,40	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Wechselkurse												
US-Dollar/Euro	1,32	1,31	1,33	1,36	1,37	1,37	1,37	1,37	1,37	1,37	1,37	1,37
Yen/US-Dollar	92,4	98,8	98,9	99,0	102,5	102,5	102,5	102,5	102,5	102,5	102,5	102,5
Ölpreis (Brent) in US-Dollar	113,00	103,10	110,30	109,20	109,75	110,29	110,85	111,40	111,96	112,52	113,08	113,65
HWWI-Index für Industrierohstoffe	98,7	91,5	91,2	93,0	92,1	92,8	93,3	94,2	95,1	96,6	98,0	100,0

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.

Preise. Auf der anderen Seite gibt es auch erhebliche Aufwärtsrisiken für den Ölpreis, die vor allem mit politischer Unsicherheit, nicht nur im Zusammenhang mit der Krise um die Krim, verbunden sind. Für die Prognose unterstellen wir, dass der Preis für ein Barrel Öl der Sorte Brent ausgehend von dem im ersten Quartal verzeichneten Durchschnittswert im Einklang mit der Preisentwicklung in den Vereinigten Staaten steigt. Für den Jahresdurchschnitt ergibt sich für 2014 und 2015 ein Preis je Fass der Sorte Brent von 110,6 bzw. 112,8 US-Dollar, nach 108,9 US-Dollar im Jahr 2013 (Tabelle 1). Die Preise für Industrierohstoffe dürften mit der weiteren Kräftigung der Weltkonjunktur allmählich wieder anziehen. Der Preisanstieg wird angesichts der Tatsache, dass die globale Expansion von den fortgeschrittenen Volkswirtschaften getragen wird, die mit vergleichsweise geringer Rohstoffintensivität produzieren, aber wohl recht moderat ausfallen.

Geldpolitik in Erklärungsnot

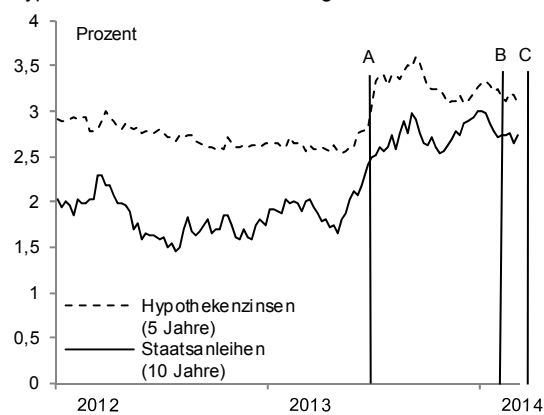
In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist die Geldpolitik nach wie vor überall extrem expansiv ausgerichtet. Die EZB hat ihren wichtigsten Leitzins im Dezember sogar nochmals gesenkt. In den Vereinigten Staaten ist zwar

damit begonnen worden, das Volumen von Wertpapieren zu reduzieren, das monatlich aufgekauft wird, die monetäre Basis steigt aber nach wie vor rasch, und die Zinsen sind unverändert nahe null. Mit einer Anhebung der Zinsen ist trotz zum Teil überraschend kräftiger Konjunktur für das laufende Jahr in keiner der großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften zu rechnen. Während die monetären Rahmenbedingungen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften also günstig sind und die niedrigen Zinsen mit nachlassender Bedeutung der von der Finanzkrise angestoßenen Konsolidierungsprozesse allmählich noch an Wirksamkeit gewinnen werden, hat sich das monetäre Umfeld in den Schwellenländern zum Teil deutlich verschlechtert.

Die US-Notenbank Fed hat im Dezember damit begonnen, ihre Käufe von US-Staatsanleihen und mit Hypothekenkrediten besicherten Wertpapieren in Höhe von bis dahin monatlich 85 Mrd. Dollar allmählich zurückzuführen („tapering“). Seit Anfang Februar kauft sie noch zusätzlich Wertpapiere im Wert von 65 Mrd. US-Dollar, wobei die Käufe von Staatsanleihen (derzeit noch 35 Mrd.) und hypotheckenbesicherte Wertpapieren (30 Mrd.) jeweils um 10 Mrd. US-Dollar gedrosselt wurden. Die Kapitalmarktzinsen haben auf die Schritte der Fed bislang nicht sichtbar reagiert, anders als gegen Mitte des vergangenen Jahres, als die Zinsen für Hypotheken und Staatsanleihen

merklich gestiegen waren, nachdem der damalige Notenbankpräsident Bernanke in Aussicht gestellt hatte, die Anleihekäufe ab September 2013 zurückzufahren (Abbildung 19). Sie sind vielmehr in den vergangenen Monaten in der Tendenz etwas gesunken. Dies spricht dafür, dass die Drosselung der Anleihekäufe derzeit die Konjunktur nicht merklich bremst.

Abbildung 19:
Hypothekenzinsen in den Vereinigten Staaten 2012–2014



A: 20.05.2013: Bernanke Rede mit Ankündigung des Tapering; B: 19.12.2013 und C: 30.01.2014: Sitzungen des Offenmarktausschusses mit Entscheid über Tapering.

Quelle: Mortgage Bankers Association of America (MBA); Federal Reserve, *United States*.

Die Fed bemüht sich, die Erwartungen der Märkte auf eine noch länger dauernde Phase niedriger Notenbankzinsen zu lenken („forward guidance“). Zu diesem Zweck hat sie sich darauf festgelegt, ihren Leitzins mindestens solange in der bisherigen Bandbreite zwischen 0 und 0,25 zu belassen, wie die Arbeitslosenquote über 6,5 Prozent liegt. Diese Politik stößt mit dem sukzessiven Rückgang der Arbeitslosenquote auf Werte, die nur wenig über dieser Schwelle liegen, allmählich an ihre Grenzen. Mit dem Erreichen der Marke würde sich für die Fed zwar keine Notwendigkeit für eine Zinserhöhung ergeben. Allerdings würde damit ein aus Sicht der Fed wichtiges Instrument, um ihre Geldpolitik sehr expansiv zu gestalten, an Wirkung verlieren, ohne dass sich die Lage am Arbeitsmarkt im eigentlich gewünschten Umfang verbessert

hätte, da der Rückgang der Arbeitslosenquote vor allem auf den Rückgang der Partizipationsrate zurückzuführen ist.⁴ Die Fed hat auf die Situation bislang dadurch reagiert, dass die Bedeutung der Arbeitslosenquote relativiert wurde (sie wies darauf hin, dass die Arbeitslosenquote ein unzureichender Indikator für die Gesamtlage am Arbeitsmarkt ist und weitere Indikatoren in den Blick genommen werden müssen) und betont, dass vorerst auch bei einem Unterschreiten des Schwellenwertes nicht mit einer Anhebung der Zinsen zu rechnen ist. Von ihrer gegenwärtigen Politik wird die Fed wohl erst abweichen – sei es durch eine erneute Runde der „forward guidance“ mit einem niedrigeren Schwellenwert für die Arbeitslosenquote oder durch das Verzögern der Drosselung der zusätzlichen Anleihekäufe – wenn sich die Konjunktur spürbar verlangsamen würde, sich aus ihrer Sicht die Risiken für eine ausgeprägte Deflation merklich erhöhen würden oder wenn die Marktzinsen sprunghaft zulegen sollten. Wir gehen davon aus, dass die Fed die Käufe zusätzlicher Anleihen im bisherigen Tempo weiter drosseln und die Käufe zum Jahresende ganz einstellen wird. Danach wird sie ihren maßgeblichen Zins voraussichtlich noch für einen längeren Zeitraum bei nahe null belassen.⁵ Wir rechnen damit, dass sie ihn in der zweiten Hälfte des Jahres 2015 allmählich anheben wird.

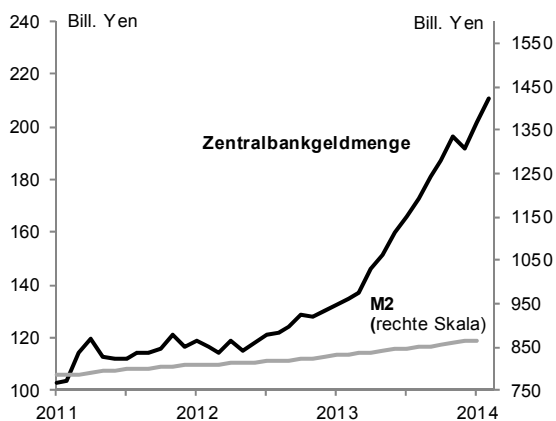
Die *japanische Notenbank* hat ihren Kurs massiver monetärer Expansion bis zuletzt unverändert fortgesetzt. Auf dem Weg, die Zentralbankgeldmenge innerhalb von zwei Jahren durch den Kauf von Wertpapieren – insbesondere Staatsanleihen mit längerer Laufzeit – zu verdoppeln, ist sie bereits weit vorangekommen (Abbildung 20). Auch werden sich die Wertpapierkäufe weiterhin über das gesamte Laufzeitspektrum erstrecken, um die langfristigen

⁴ Zur Problematik die zukünftige Geldpolitik an die Entwicklung der Arbeitslosenquote zu koppeln, siehe Janssen (2013).

⁵ Die Fed hatte bereits im September 2012 – noch vor dem Übergang zur Strategie, ihre Zinspolitik direkt an einen Schwellenwert für die Arbeitslosenquote zu knüpfen – erklärt, dass sie davon ausginge, ihren Leitzins mindestens bis Mitte 2015 bei nahe null zu belassen.

Zinsen auf ihrem extrem niedrigen Niveau von weniger als 1 Prozent zu halten. Im Februar hat die Notenbank zudem ein Programm zur Anregung der Kreditexpansion durch die an die Kreditvergabe geknüpfte Bereitstellung von Mitteln für Banken zu besonders günstigen Konditionen, das ansonsten im März ausgelaufen wäre, nicht nur um ein Jahr verlängert, sondern auch in seinem Umfang verdoppelt. Im Gefolge der massiv expansiven Politik der Notenbank hat sich die Kreditexpansion tatsächlich etwas beschleunigt. Die Zunahme an Bankkrediten im Vergleich zum Vorjahr belief sich zuletzt auf 2,5 Prozent, nach 1,5 Prozent zu Anfang des vergangenen Jahres.

Abbildung 20:
Geldmengenentwicklung in Japan 2011–2014



Quelle: Bank of Japan, *Statistics, Monetary Base*.

Im Euroraum entspannten sich die monetären und finanziellen Rahmenbedingungen bis zuletzt weiter. Der Rückgang der Zinsaufschläge für Staatsanleihen der Krisenländer gegenüber deutschen Staatsanleihen setzte sich auch nach der Jahreswende fort, und die Salden im Zahlungsverkehrssystem Target2 nahmen weiter ab. Allerdings sind die Buchkredite an den nichtfinanziellen Sektor im Euroraum im Vorjahresvergleich nach wie vor deutlich rückläufig. Dies ist zum Teil Resultat einer schwachen Kreditnachfrage, zum anderen bestehen aber in den Krisenländern wohl auch angebotsseitige Restriktionen. Vor diesem Hintergrund ist die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) unverändert expansiv ausgerichtet. Die

Bilanzsumme des Eurosystems ist in den vergangenen Monaten zwar deutlich gesunken, weil Geschäftsbanken in einigen Ländern die Möglichkeit zur vorzeitigen Rückzahlung von mehrjährigen Refinanzierungsgeschäften im Rahmen ihrer Überschussliquidität reduzierten. Der maßgebliche Leitzins wurde aber auf dem im November 2013 erreichten rekordniedrigen Niveau von 0,25 Prozent belassen. Die EZB hat darüber hinaus bekräftigt, die Leitzinsen über einen ausgedehnten Zeitraum hinweg nicht zu erhöhen. Sie dürfte den Hauptrefinanzierungssatz angesichts unterausgelasteter Produktionskapazitäten und moderater mittel- und langfristiger Inflationserwartungen über den gesamten Prognosezeitraum bei 0,25 Prozent belassen. Eine nochmalige Zinssenkung dürfte wohl nur vorgenommen werden, sollte sich die zugrundeliegende Inflationstendenz weiter abschwächen oder der Außenwert des Euro, der sich in den vergangenen Wochen etwas erhöht hat, spürbar weiter zulegen.

Die Bank von England hält ihre Zinsen seit März 2009 auf dem historischen Tief von 0,5 Prozent. Auf verschiedene Weisen hat sie in den vergangenen Jahren versucht, die Transmission der monetären Impulse in die Realwirtschaft zu verstärken. Bis Ende 2012 hatte sie durch zwei umfangreiche Programme zum Aufkauf von Staatsanleihen Liquidität geschaffen und die langfristigen Zinsen gedrückt. Um die Kreditvergabe anzuregen, wurde Mitte 2012 das sogenannte „Funding for Lending“-Programm initiiert. Vergangenen August ging der neue Zentralbankgouverneur zu einer Strategie der „Forward Guidance“ ähnlich der in den Vereinigten Staaten über, die besagte, dass die Notenbankzinsen unverändert bei 0,5 Prozent belassen würden, bis die Arbeitslosenquote die Marke von 7 Prozent unterschreitet. Sie befindet sich nun ebenso wie die Fed in Erklärungsnot. Auch hier ist die Arbeitslosenquote erheblich schneller gesunken, als von der Zentralbank prognostiziert.⁶ Sie lag im November nur

⁶ Im vergangenen Sommer äußerte die Notenbank die Erwartung, dass der Schwellenwert der Arbeitslosenquote erst im Jahr 2016 unterschritten würde.

Kasten 2:

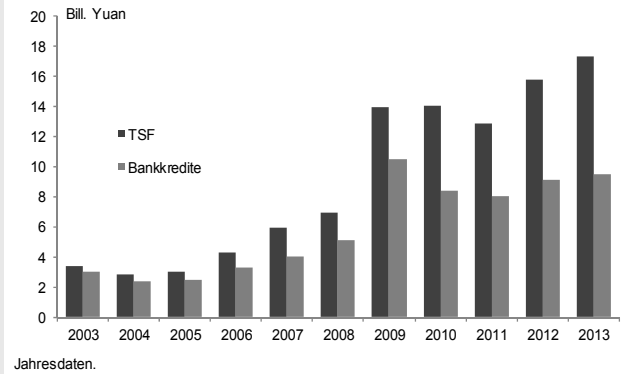
Kreditexpansion in China – ein Überblick

Seit dem Jahr 2002 weist die chinesische Zentralbank neben den monatlich neu vergebenen Bankkrediten auch eine alternative Reihe aus, das sogenannte „total social financing“ (TSF). Zusätzlich zu den normalen Bankkrediten umfasst TSF auch „off-balance-sheet“ Finanzierungsformen, wie beispielsweise mittels Treuhandfonds oder Vermögensverwaltungen. Diese zusätzlichen – und wenig regulierten – Finanzierungsformen haben in China insbesondere in den letzten Jahren merklich an Bedeutung gewonnen. So stiegen die Bankkredite im vergangenen Jahr um rund 9 Bill. Yuan, TSF insgesamt jedoch um 17 Bill. Yuan; d.h. Bankkredite machten nur noch etwas mehr als die Hälfte der gesamten Neukreditvergabe aus (Abbildung K2-1).

Waren alternative Finanzierungsformen gerade früher ein wichtiger Faktor für viele kleine Unternehmen und somit für die wirtschaftliche Expansion, so stellt der deutliche Anstieg des TSF in den letzten Jahren ein zunehmendes Risiko für die Finanzmarktstabilität in China dar, insbesondere da das „Schattenbankensystem“ eng mit dem formalen Bankensektor verbunden ist.

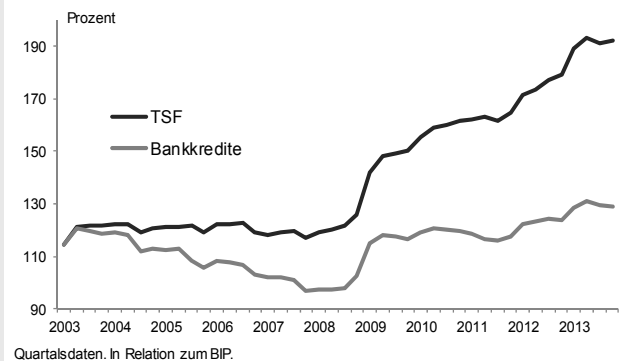
Die (nicht ausgewiesene) TSF-Bestandsgröße kann berechnet werden, indem man die von der Zentralbank ab dem Jahr 2002 veröffentlichten Nettostromgrößen dem damaligen Bestand an Bankkrediten hinzuaddiert (vgl. J.P. Morgan 2013), da Bankkredite noch bis zum Jahr 2003 annähernd 100 Prozent des Gesamtkreditbestandes ausmachten. Im letzten Jahr war der berechnete Anteil der Bankkredite am gesamten Kreditbestand dann nur noch rund 70 Prozent. In Relation zum BIP betrug der Bestand ausstehender Bankkredite im Jahr 2013 rund 130 Prozent und verzeichnete in den letzten Jahren keinen übermäßigen Anstieg. Der TSF-Gesamtbestand in Relation zum BIP allerdings stieg von rund 130 Prozent Ende des Jahres 2008 auf nun über 190 Prozent (Abbildung K2-2). Dies ist für ein Schwellenland ein überdurchschnittlich hoher Wert.

Abbildung K2-1:
Neukreditvergabe 2003–2013



Quelle: PBOC; eigene Berechnungen.

Abbildung K2-2:
Kreditbestand 2003–2013



Quelle: PBOC; Thomson Financial Datastream; eigene Berechnungen.

noch 0,2 Prozentpunkte über dem Schwellenwert. Andererseits ist die Inflation seit einiger Zeit im Ziel, die Lohnentwicklung ist unverändert sehr verhalten, und nach dem Urteil der Zentralbank sind die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten nach wie vor weit von der Normalauslastung entfernt. Vor diesem Hintergrund

hat sich die Bank von England entschlossen, die Orientierungsgröße im Rahmen der „forward guidance“ zu ändern und die Märkte dahingehend zu versichern, dass die Notenbankzinsen nicht angehoben werden, bevor die Produktionslücke weitgehend geschlossen ist (sofern es Preisentwicklung und Inflationserwartungen

zulassen). Damit dürften die Zinsen bis weit in das kommende Jahr hinein unverändert niedrig bleiben.

In den *übrigen fortgeschrittenen Volkswirtschaften* ist die Geldpolitik ebenfalls deutlich expansiv und in den vergangenen Monaten vielfach sogar nochmals gelockert worden. So senkte die schwedische Riksbank ihren Zinssatz im Dezember nochmals, in Ungarn sowie in Rumänien wurden die Zinsen angesichts einer überraschend niedrigen Inflation sogar mehrmals reduziert.

In den *Schwellenländern* haben sich die monetären Rahmenbedingungen nach der Jahreswende wieder spürbar verschlechtert, nachdem die Welle von Kapitalabflüssen im Sommer relativ rasch abgeebbt war und die Schwellenländer wieder in ruhigeres finanzwirtschaftliches Fahrwasser geraten zu sein schienen. Um dem Abwertungsdruck und einem Anstieg der Inflationserwartungen zu begegnen, wurden die Leitzinsen in einigen Ländern zum Teil empfindlich angehoben. In China blieben Leitzinsen und Mindestreserve in den letzten 1 ½ Jahren zwar unverändert. Allerdings scheint die chinesische Zentralbank zunehmend entschlossen, die übermäßige Kreditexpansion im Land einzudämmen, insbesondere die Zunahme von Krediten außerhalb des formalen Bankensektors, die maßgeblich dafür gesorgt hat, dass das Kreditvolumen im letzten Jahr auf über 190 Prozent der Wirtschaftsleistung gestiegen ist (Kasten 2).

Nachlassende Bremswirkung der Finanzpolitik

Nach wie vor gibt es in den öffentlichen Haushalten vieler fortgeschrittener Volkswirtschaften erheblichen Konsolidierungsbedarf. Die Defizite sind zumeist immer noch erheblich, und der Schuldenstand in Relation zur Wirtschaftsleistung steigt weiter. Nach einer Reihe von Jahren mit zum Teil erheblichen restriktiven Impulsen durch die Finanzpolitik, die vielfach als ursächlich für eine enttäuschende

Konjunktorentwicklung angesehen wurden, ist der Konsolidierungseifer nun geringer geworden. Im Prognosezeitraum wird die Finanzpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften insgesamt deutlich weniger restriktiv ausgerichtet sein als in den vergangenen Jahren.

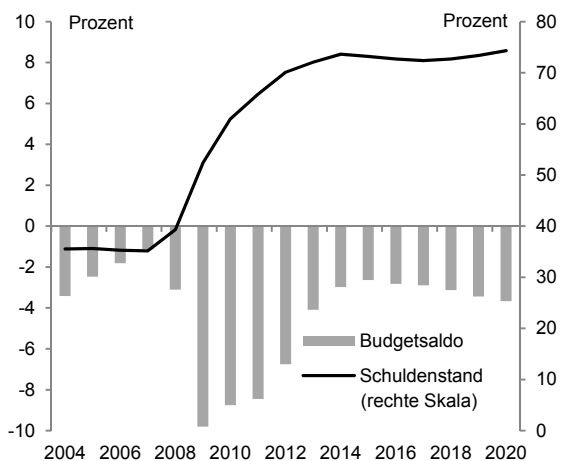
In den *Vereinigten Staaten* haben sich die beiden Parteien im Kongress jüngst sowohl auf den Bundeshaushalt für das laufende Haushaltsjahr verständigt als auch darauf, die Schuldenobergrenze soweit anzuheben, dass sie die voraussichtlich notwendige Neuverschuldung bis zum März des kommenden Jahres zulässt. Damit haben sich die Unwägbarkeiten der Finanzpolitik, die im vergangenen Jahr wie ein Damoklesschwert über der Konjunktur hingen, vorerst stark verringert. Die im Zuge der Einigung beschlossenen Maßnahmen, insbesondere eine vorübergehende Lockerung der automatischen Budgetkürzungen, sind vom Volumen her zwar recht gering, so dass der finanzpolitische Kurs dadurch nicht nennenswert gelockert wird. Ein nachhaltiger Anstieg der politischen Unsicherheit durch finanzpolitische Kontroversen, der den Aufschwung nach den Erfahrungen der Vergangenheit gefährden könnte (Baker et al. 2013), ist nun aber für die nächste Zeit weniger wahrscheinlich geworden.

Im laufenden Haushaltsjahr dürfte das Budgetdefizit auf 3 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt zurückgehen, nachdem es im Jahr 2009 noch knapp 10 Prozent betragen hatte. Neben der Belebung der Konjunktur hat dazu insbesondere das sukzessive Auslaufen der Konjunkturprogramme beigetragen, die in der Finanzkrise aufgelegt worden waren. In geringerem Ausmaß haben auch Steuererhöhungen und die Ausgabenkürzungen, die im Zuge der Anhebung der Schuldenobergrenze im Jahr 2011 beschlossen worden waren, zur Besserung der Budgetsaldos beigetragen. Damit ist das Defizit nun auf ein Niveau gesunken, bei dem die Verschuldung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt nicht weiter steigt. Gleichwohl spricht einiges dafür, die Haushaltskonsolidierung fortzusetzen. Zum einen droht die Finanzpolitik in den Vereinigten Staaten den typischen Fehler zu machen, nach einer Phase, in der die Verschuldung auch infolge einer sehr

Belebung der Weltwirtschaft trotz Widerständen

expansiv gestalteten Finanzpolitik deutlich gestiegen ist (die Bundesschuld erhöhte sich von rund 35 Prozent im Jahr 2007 auf mehr als 70 Prozent im laufenden Jahr), in konjunkturell besseren Phasen die Verschuldung aber nicht wieder zurückzuführen (Abbildung 21).⁷ Eine solche Politik ist langfristig nicht nachhaltig und könnte bereits in der nächsten konjunkturellen Schwächephase zu Problemen führen. Darüber hinaus steht der Haushalt in der Zukunft vor zusätzlichen Herausforderungen, zum einen weil sich die Sozialausgaben aufgrund des demographischen Wandels verstärkt erhöhen werden, zum anderen weil der zu leistende Schuldendienst mit steigenden Zinsen merklich zunehmen wird. Es ist derzeit jedoch nicht absehbar, dass die Finanzpolitik in den Vereinigten Staaten in naher Zukunft Maßnahmen ergreifen wird, um diesen Problemen Rechnung zu tragen. Vor diesem Hintergrund dürfte das Budgetdefizit im kommenden Jahr nur noch leicht auf etwas unter 3 Prozent zurückgehen (Abbildung 22). Alles in allem wird die Finanzpolitik die Konjunktur im Prognosezeitraum nur wenig dämpfen.

Abbildung 21:
Budgetsaldo und Schuldenstand des Bundes in den Vereinigten Staaten 2004–2020

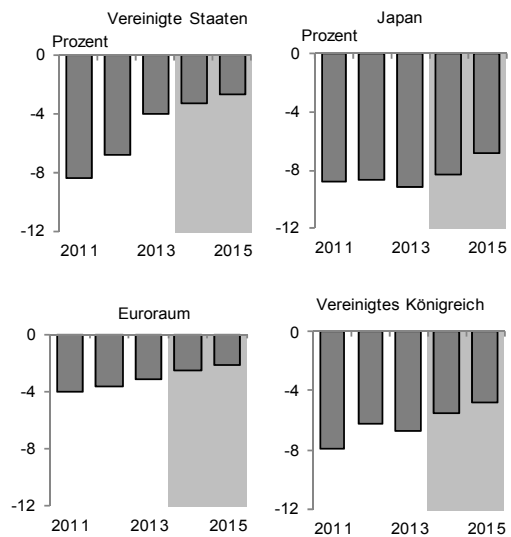


Jahresdaten; in Relation zum Bruttoinlandsprodukt. Ab 2014: Prognose des CBO.

Quelle: Congressional Budget Office (CBO) via Thomson Financial Datastream.

⁷ Die Angaben zur Verschuldung beziehen sich auf den Bund.

Abbildung 22:
Staatliche Finanzierungssalden in großen fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2011–2015



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

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

In *Japan* ist für den April eine Anhebung der Mehrwertsteuer um 3 Prozentpunkte vorgesehen, die den Einstieg in einen mittelfristigen Konsolidierungsprozess bei den öffentlichen Finanzen bilden soll. Von einem solchen Schritt, der zusätzliche Einnahmen in Höhe von reichlich 1 Prozent des Bruttoinlandsprodukts erbringen soll, würde die Nachfrage spürbar gedämpft werden. Gleichzeitig hätte das Auslaufen des Konjunkturprogramms aus dem Jahr 2012 zu sinkenden Investitionsausgaben des Staates geführt. Um diesen bremsenden Faktoren zu begegnen, hat die Regierung vor dem Hintergrund einer bereits nachlassenden konjunkturellen Dynamik Anfang Dezember 2013 ein neuerliches Konjunkturpaket verabschiedet, das einen weiteren Impuls von 1 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt geben soll. Es ist allerdings fraglich, ob es auf diese Weise gelingen kann, Vertrauen in eine dauerhafte Gesundung der Staatsfinanzen zu bilden. Eine Konsolidierung ist angesichts eines Bruttoschuldenstandes von knapp 230 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt und einer Defizitquote von reichlich 9 Prozent im Jahr 2013 dringend erforderlich. Die Regierung betont

selbst, dass eine glaubwürdige Strategie zur Rückführung der Staatsverschuldung in der mittleren Frist notwendig ist, um das Vertrauen in die wirtschaftliche Zukunft und damit die wirtschaftliche Aktivität zu stärken (Cabinet Office 2013). Eine Politik, die offenbar zentral darauf setzt, einer drohenden Abschwächung der konjunkturellen Dynamik sofort durch zusätzliche Nachfrageimpulse vonseiten des Staates zu begegnen, dürfte kaum geeignet sein, dieses Vertrauen zu fördern.

Im *Euroraum* wurde das Budgetdefizit im Jahr 2013 trotz konjunkturell widriger Umstände von 3,7 auf 3,2 Prozent in Relation zur Wirtschaftsleistung zurückgeführt. Zwar geht die Hälfte des Rückgangs auf den Fortfall von Einmaleffekten zurück – zu nennen sind hier insbesondere Ausgaben, die im Jahr 2012 im Zuge der Umstrukturierung des spanischen Bankensektors anfielen. Doch auch davon abgesehen dürfte das strukturelle Defizit um knapp einen Prozentpunkt gesenkt worden sein. Im laufenden Jahr wird die Haushaltskonsolidierung wohl nur noch geringfügig voranschreiten. Größere Anstrengungen sind lediglich noch in Portugal und Irland in Aussicht gestellt; zudem dürften in Griechenland auf Druck der Troika noch weitere Maßnahmen beschlossen werden, da das Land im verabredeten Konsolidierungs- und Reformprozess deutlich hinter den Planungen zurückgeblieben ist. Auch in Frankreich wird sich die strukturelle Haushaltslage wohl merklich verbessern, u.a. durch die Umsetzung der im Jahr 2010 beschlossenen Rentenreform, auch wenn die Konsolidierung hinter den von der Europäischen Kommission angemahnten Zielen zurückbleiben wird. In den meisten übrigen Ländern des Euroraums werden nur geringe Maßnahmen zur Verbesserung des strukturellen Budgetsaldos ergriffen, vereinzelt ist die Finanzpolitik wie in Deutschland sogar leicht expansiv ausgerichtet.

Trotz der abgeschwächten Konsolidierungsbemühungen dürfte das konsolidierte Budgetdefizit im Euroraum im laufenden Jahr in ähnlichem Umfang sinken wie im Jahr zuvor. Dies liegt zum einen an der günstigeren konjunkturellen Entwicklung, zum anderen entfallen in mehreren Ländern einmalige Belastungen des

Haushalts, die zum Teil (insbesondere in Griechenland und Slowenien) in einer Größenordnung von zehn Prozent des Bruttoinlandsprodukts lagen. Alles in allem dürfte sich das Budgetdefizit im Euroraum insgesamt im Jahr 2014 auf 2,5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt belaufen. Im Jahr 2015 dürften die Konsolidierungsbemühungen von einzelnen Ausnahmen abgesehen nahezu vollkommen zum Erliegen kommen. Der leichte Rückgang des Budgetdefizits auf 2,2 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt ist dann ganz überwiegend der konjunkturellen Belebung geschuldet.

Im *Vereinigten Königreich* wurde der seit 2010 betriebene deutlich restriktive finanzpolitische Kurs im vergangenen Jahr mit geringerem Elan verfolgt als bislang. Bis zum Jahr 2012 waren die Maßnahmen weitgehend planmäßig umgesetzt, auch wenn das Budgetdefizit vor allem wegen der überraschend schwachen Konjunktur bislang deutlich langsamer geschrumpft ist als erwartet. Teile der für dieses und das nächste Jahr vorgesehenen Maßnahmen – im Wesentlichen deutliche Einschnitte bei den Sozialausgaben und den Budgets der Ministerien – sind nun aber auf die Zeit nach den Wahlen zum Unterhaus verschoben worden, die spätestens Mitte 2015 abgehalten werden müssen. Damit gehen von der Finanzpolitik im Prognosezeitraum wohl nur geringe restriktive Wirkungen aus. Allerdings dürfte dies dazu führen, 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.

Ausblick: Allmähliche Zunahme der weltwirtschaftlichen Dynamik

Der IfW-Indikator für die Weltkonjunktur, den das Institut für Weltwirtschaft auf der Basis der Erwartungskomponenten von Stimmungsindikatoren errechnet, deutet am aktuellen Rand

auf eine etwas nachlassende Dynamik der Weltwirtschaft hin. Wir erwarten, dass diese Eintrübung nur vorübergehend ist. Dafür spricht, dass der globale Einkaufsmanagerindex seinen Einbruch vom Jahresbeginn im Februar bereits wieder weitgehend wettgemacht hat und der Leading Indicator der OECD auf hohem Niveau verharrte. Gleichwohl macht die jüngste Verunsicherung abermals deutlich, dass die Weltkonjunktur immer noch anfällig für Störungen ist und die Weltwirtschaft von einem Aufschwung, der von allen Regionen getragen wird, weit entfernt ist. Zwar dürfte sich die Konjunktur in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften weiter beleben, 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. Von daher dürfte die Weltkonjunktur im Prognosezeitraum nur allmählich an Dynamik gewinnen. Außerdem zeigt die Erfahrung der jüngsten Zeit und des vergangenen Sommers, dass Änderungen der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen leicht zu neuerlichen Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten führen können. Durch Verschiebungen von kurzfristigem Portfoliokapital können einzelne Länder erheblich unter Druck geraten. Negative Überraschungen im Zusammenhang mit der Schuldenkrise im Euroraum könnten eine neuerliche Welle von Unsicherheit über die Zukunft im Währungsraum auslösen und 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 Russlands in der Ukraine und die politische Reaktion des Westens darauf sowie der anhaltend labilen Lage im Nahen und Mittleren Osten hoch. All dies könnte die sich anbahnende Erholung der Weltkonjunktur empfindlich stören.

Der Prognose liegt die Annahme zugrunde, dass neuerliche deutliche Anspannungen an den Finanzmärkten ausbleiben, zeitlich eng be-

grenzt sind oder sich auf einzelne Länder beschränken. Für den Ölpreis rechnen wir mit einem Niveau von 110 US-Dollar im ersten 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 weiter nachlassen und die wirtschaftlichen Anpassungsprozesse in den Krisenländern allmählich sichtbar vorankommen.

Bei diesen Annahmen dürfte sich die weltwirtschaftliche Expansion im Verlauf dieses und des kommenden Jahres trotz weiterhin bestehender Widerstände nach und nach verstärken. Insbesondere für die fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist 2014 und besonders 2015 eine höhere Zuwachsrate in Sicht, als sie in den beiden vergangenen Jahren verzeichnet wurde. Der Entschuldungsprozess im privaten Sektor ist vor allem in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich weit vorangekommen. Eine Nachfrageexpansion, die darauf beruht, dass die privaten Haushalte ihre Sparquote reduzieren, wie es vor der Finanzkrise der Fall war, ist gleichwohl nach wie vor nicht zu erwarten. Bremsende Einflüsse von der Finanzpolitik verlieren zwar insgesamt an Gewicht, in Japan steht aber ein ausgeprägter Schwenk hin zu einer restriktiven Finanzpolitik bevor. Insgesamt rechnen wir für das Bruttoinlandsprodukt dieser Ländergruppe mit einer Zunahme um 2,1 in diesem und 2,4 Prozent im nächsten Jahr, nach einem Zuwachs von lediglich 1,3 Prozent im Jahr 2013 (Tabelle 2). Bei diesem Aufschwung dürfte sich die Arbeitslosigkeit allmählich verringern, sie wird aber auch am Ende des Prognosezeitraums noch beträchtlich sein.

In den Schwellenländern stellt sich die Situation sehr differenziert dar. Zwar werden alle von der stärkeren Nachfrage in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften profitieren. In einer Reihe von Ländern besteht gegenwärtig aber erheblicher Gegenwind vonseiten der Finanzmärkte, zumeist liegen dem strukturelle Probleme zugrunde, die eine rasche Rückkehr zu hohen Expansionsraten unwahrscheinlich

Belebung der Weltwirtschaft trotz Widerständen

Tabelle 2:

Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften 2013–2015

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Europäische Union	38,5	0,1	1,5	1,9	1,5	1,1	1,7	10,9	10,6	10,1
Schweiz	1,5	2,0	2,2	2,3	0,1	0,4	0,8	4,4	4,3	4,1
Norwegen	1,2	0,6	1,6	2,0	2,0	2,2	2,4	3,4	3,5	3,4
Vereinigte Staaten	37,5	1,9	2,5	3,0	1,5	2,0	2,6	7,4	6,3	5,7
Kanada	4,2	2,0	2,2	2,5	0,9	1,7	2,2	7,1	6,9	6,6
Japan	13,7	1,5	1,1	0,9	0,4	2,3	1,5	4,0	3,7	3,5
Australien	3,5	2,5	2,6	3,0	2,4	2,8	2,8	5,8	5,9	5,7
Südkorea	2,6	2,8	3,4	3,5	1,3	1,4	2,0	3,2	3,4	3,2
Aufgeführte Länder	100,0	1,3	2,1	2,4	1,4	1,8	2,2	8,3	7,8	7,3

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, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; 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 2013–2015

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015
Weltwirtschaft	100	3,0	3,6	4,0	4,1	4,2	4,2
darunter:							
Fortgeschrittene Länder	51,6	1,3	2,0	2,4	1,4	1,6	2,1
China	14,9	7,7	7,2	7,0	2,6	3,0	3,0
Lateinamerika	7,7	2,7	3,4	4,0	7,9	7,7	7,7
Indien	5,6	3,9	5,0	5,2	10,9	8,5	8,0
Ostasiatische Schwellenländer	3,4	5,1	4,9	5,1	4,3	4,8	4,5
Russland	3,0	1,3	1,8	2,4	6,8	6,4	6,0
<i>Nachrichtlich:</i>							
Welthandelsvolumen		2,7	4,5	5,5			
Weltwirtschaft (gewichtet auf der Basis von Marktwechselkursen des Jahres 2012)		2,5	3,1	3,5	3,5	3,6	3,7

Prozent. Gewicht: gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2012 nach Kaufkraftparität. — Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise: Veränderungen gegenüber dem Vorjahr; Ostasiatische Schwellenländer: Thailand, Malaysia, Indonesien und Philippinen; fortgeschrittene Volkswirtschaften: Die Werte stimmen nicht notwendigerweise mit denen in Tabelle 9 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.

machen. Während die Geldpolitik hier zumeist darauf gerichtet ist, den Wechselkurs zu stabilisieren und Vertrauen in Stabilität zu bilden, besteht in einigen Ländern für die Finanzpolitik Spielraum, die Konjunktur anzuregen, den sie nützen dürfte. Dies wird im Prognosezeitraum zu einer wieder stärkeren Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion in den Schwellen-

ländern beitragen; die Belebung dürfte aber vergleichsweise mäßig ausfallen.

Alles in allem rechnen wir mit einem Anstieg der Weltproduktion im laufenden Jahr um 3,6 Prozent (Tabelle 3); damit haben wir unsere Prognose für das laufende Jahr im Vergleich zum Dezember geringfügig reduziert. Für 2015 erwarten wir unverändert 4 Prozent Zuwachs

beim Bruttoinlandsprodukt. Bei diesem Expansionstempo dürfte die Auslastung der weltweiten Produktionskapazitäten im Durchschnitt dieses Jahres nicht weiter zurückgehen, und sie steigt im kommenden Jahr erstmals seit 2010 wieder an. Der Welthandel nimmt 2014 mit einer Rate von rund 4,5 Prozent voraussichtlich nochmals schwächer zu als im mittelfristigen Trend. Für 2015 erwarten wir eine moderate Beschleunigung auf 5,5 Prozent. Der Verbraucherpreisanstieg dürfte sich in diesem und im nächsten Jahr nur wenig verändern.

Die Prognose im Einzelnen

In den *Vereinigten Staaten* haben sich seit dem Jahreswechsel einige Frühindikatoren, insbesondere der Einkaufsmanagerindex, merklich abgeschwächt. Dies hat Sorgen genährt, dass sich die Konjunktur wieder spürbar verlangsamen könnte. Maßgeblich für die geringere Aktivität dürfte jedoch der ungewöhnlich strenge Winter gewesen sein. Dafür spricht auch, dass sich nur einige der Frühindikatoren abgeschwächt haben, während andere nach wie vor auf eine robuste Erholung deuten. Die Zahl der Beschäftigten ist bereits im Februar wieder fast so schnell gestiegen wie vor dem Wintereinbruch. Zwar dürfte das Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal in der Tat in etwas vermindertem Tempo zulegen. Dafür spricht neben den ungünstigen Witterungsbedingungen auch, dass sich die Vorratsveränderungen nach dem im Schlussquartal des vergangenen Jahres verzeichneten ungewöhnlich kräftigen Anstieg wieder normalisieren dürften. Im weiteren Jahresverlauf wird die Konjunktur dann aber wieder an Fahrt aufnehmen.

Für den weiteren Verlauf des Prognosezeitraums rechnen wir mit einer kräftigen Beschleunigung der Konjunktur. Die Geldpolitik wird voraussichtlich noch für einen ausgedehnten Zeitraum sehr expansiv ausgerichtet bleiben. Sie wird nun wohl zunehmend an Wirkung gewinnen, da der Entschuldungsprozess der privaten Haushalte, der nach der Finanzkrise eingesetzt hatte, offenbar vorerst zu einem

Ende gekommen ist und die Kreditvergabe wieder anspringt. Dies dürfte nicht nur die Bautätigkeit weiter stimulieren, sondern auch den privaten Konsum befeuern. Konsum und Wohnungsbau werden auch dadurch angeregt, dass die Beschäftigung beschleunigt zunimmt und sich mit der fortschreitenden Besserung am Arbeitsmarkt im Prognosezeitraum auch der Lohnanstieg verstärken wird.

Alles in allem rechnen wir damit, dass das Bruttoinlandsprodukt im laufenden Jahr um 2,5 Prozent und im Jahr 2015 um 3 Prozent zulegen wird (Tabelle 4). Die Arbeitslosenquote wird weiter zurückgehen; im Jahresdurchschnitt 2014 wird sie bei 6,3 Prozent und im kommenden Jahr bei 5,7 liegen. Vor diesem Hintergrund dürfte sich der Preisauftrieb im laufenden Jahr auf 2 Prozent und im kommenden Jahr auf 2,6 Prozent beschleunigen.

Tabelle 4:

Eckdaten zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2012–2015

	2012	2013	2014	2015
Bruttoinlandsprodukt	2,8	1,9	2,5	3,0
Heimische Absorption	2,6	1,7	2,4	2,9
Privater Verbrauch	2,2	2,0	2,4	2,7
Staatsverbrauch	-1,0	-2,3	-1,4	-0,3
Anlageinvestitionen	8,3	4,5	6,5	9,6
Ausrüstungen	7,6	3,1	6,7	8,0
Geistige Eigentumsrechte	3,4	3,4	4,8	4,8
Gewerbliche Bauten	12,7	1,4	6,6	8,0
Wohnungsbau	12,9	12,1	7,4	14,0
Vorratsveränderungen	0,2	0,2	0,0	0,0
Außenbeitrag	0,1	0,1	0,2	0,0
Exporte	3,5	2,7	6,2	6,8
Importe	2,2	1,4	4,1	5,8
Verbraucherpreise	2,1	1,5	2,0	2,6
Arbeitslosenquote	8,1	7,4	6,3	5,7
Leistungsbilanzsaldo	-2,7	-3,0	-2,9	-2,8
Budgetsaldo (Bund)	-6,8	-4,1	-3,0	-2,7

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

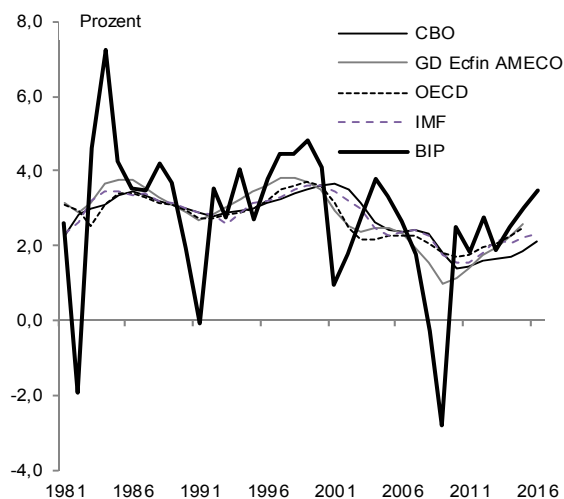
Quelle: US Department of Commerce, *National Economic Accounts*; US Department of Labor, *Employment Situation and Consumer Price Index*; US Department of the Treasury, *Monthly Treasury Statement*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IfW.

Die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts dürfte im Prognosezeitraum deutlich über der

Belebung der Weltwirtschaft trotz Widerständen

des Produktionspotenzials liegen, die derzeit in einer Bandbreite zwischen 1,7 und 2,2 Prozent veranschlagt wird, mit leicht aufsteigender Tendenz in den kommenden Jahren (Abbildung 23). Damit dürfte sich die Produktionslücke im

Abbildung 23:
Potenzialwachstum und Bruttoinlandsprodukt in den Vereinigten Staaten 1981–2016



Jahresdaten. BIP ab 2014: Prognose des IfW.

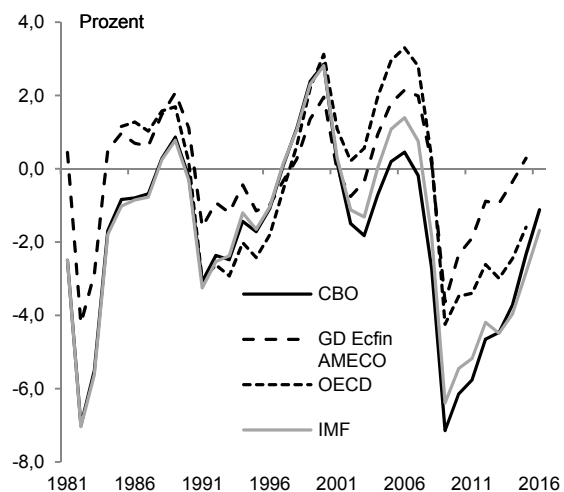
Quelle: CBO via Thomson Financial Datastream; AMECO-Datenbank; OECD, *Economic Outlook*; IMF, *World Economic Outlook*.

Prognosezeitraum weiter schließen. Für die Bewertung des sich abzeichnenden konjunkturellen Aufschwungs ist maßgeblich, wie groß die aktuelle Produktionslücke ist. Sollte die Produktionslücke bereits heute weitgehend geschlossen sein, so dürften mit dem Aufschwung größere Risiken für die gesamtwirtschaftliche Stabilität einhergehen, als wenn sie noch weit geöffnet wäre. Diese Risiken würden sich nicht nur auf die Preisniveaustabilität beziehen, sondern könnten auch erneut die Finanzmarktstabilität betreffen, nicht zuletzt, weil die sehr ausgedehnte Phase einer extrem expansiv ausgerichteten Geldpolitik massive Fehlanreize setzen kann.⁸ Die Schätzungen der Produktionslücke gehen derzeit sehr weit auseinander; für das vergangene Jahr liegen sie in einer Spanne

⁸ Für eine ausführliche Auseinandersetzung mit den längerfristigen Risiken einer Phase ausgeprägter monetärer Expansion vgl. Boysen-Hogrefe (2014b).

von –1 Prozent bis –4,5 Prozent (Abbildung 24). Diese Unsicherheit liegt nicht nur an den üblichen Schwierigkeiten, welche bei der Schätzung der Produktionslücke in Echtzeit auftreten, sondern auch darin, dass die Schätzung des Produktionspotenzials nach einer ausgeprägten Finanz- und Immobilienkrise besonders schwierig ist. Vor diesem Hintergrund empfiehlt es sich die zukünftige Entwicklung in den Vereinigten Staaten sehr genau zu beobachten, um etwaige Risiken für die gesamtwirtschaftliche Stabilität möglichst frühzeitig zu identifizieren.

Abbildung 24:
Produktionslücke in den Vereinigten Staaten 1981–2016



Jahresdaten. Abweichung des BIP vom Produktionspotenzial in Prozent des Produktionspotenzials.

Quelle: CBO via Thomson Financial Datastream; AMECO-Datenbank; OECD, *Economic Outlook*; IMF, *World Economic Outlook*.

Für *Japan* rechnen wir im Prognosezeitraum mit einer anhaltenden Ausweitung der gesamtwirtschaftlichen Aktivität. Das Tempo der Expansion dürfte sich jedoch in der Grundtendenz verringern, weil die Finanzpolitik trotz des jüngsten Konjunkturpakets insgesamt dämpfend wirkt und die Impulse von der Abwertung auslaufen. Andererseits wird die Nachfrage durch die allmählich stärkere Weltkonjunktur gestützt, und mit fortgesetztem Aufschwung dürften auch die Löhne anziehen. Allerdings wird in diesem Jahr die Kaufkraft durch die preissteigernde Wirkung der Mehrwertsteuererhöhung empfindlich gedämpft. Für den Jah-

Belebung der Weltwirtschaft trotz Widerständen

resdurchschnitt 2014 und 2015 erwarten wir einen Zuwachs von 1,1 bzw. 0,9 Prozent, nach einem Anstieg um 1,5 Prozent im vergangenen Jahr (Tabelle 5). Die Verbraucherpreise dürften im Jahresdurchschnitt 2014 um 2,3 Prozent steigen und im Jahr 2015, für das für den Herbst eine weitere Anhebung der Mehrwertsteuer um 2 Prozentpunkte vorgesehen ist, um weitere 1,5 Prozent.

Tabelle 5:
Eckdaten zur Konjunktur in Japan 2012–2015

	2012	2013	2014	2015
Bruttoinlandsprodukt	1,4	1,5	1,1	0,9
Heimische Absorption	2,2	1,8	1,5	0,8
Privater Verbrauch	2,1	0,4	2,1	1,1
Staatskonsum	1,7	0,3	3,7	0,9
Anlageinvestitionen	3,2	2,4	3,7	-0,1
Unternehmensinvestitionen	3,6	-0,8	1,8	2,5
Wohnungsbau	2,8	2,3	9,0	1,6
Öffentliche Investitionen	2,2	-0,1	20,6	-8,3
Lagerinvestitionen	0,1	-0,3	0,0	0,0
Außenbeitrag	-0,9	-0,1	-0,4	0,1
Exporte	-0,1	-0,9	5,7	3,8
Importe	5,4	0,1	9,3	3,3
Verbraucherpreise	0,0	0,4	2,3	1,5
Arbeitslosenquote	4,3	4,0	3,7	3,5
Leistungsbilanzsaldo	1,1	0,9	1,1	1,3
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo	-8,7	-9,2	-8,3	-6,8

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

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

Im Euroraum dürfte sich die leichte konjunkturelle Belebung in den kommenden Monaten fortsetzen.⁹ Darauf deuten die Indikatoren für die Stimmung bei Unternehmen und Konsumenten hin. Die inländische Verwendung wird allerdings noch recht verhalten expandieren. Die Unternehmensinvestitionen werden mit Aufhellung der Absatzperspektiven allmählich anziehen, in einigen Ländern leiden sie allerdings nach wie vor unter ungünstigen Finanzierungsbedingungen. Der private Verbrauch

wird durch die langsam nachlassende Arbeitslosigkeit und etwas stärkere Lohnzuwächse gestützt. Begünstigt wird die Konjunktur insbesondere dadurch, dass der fiskalische Restriktionsgrad im Vergleich zu den vergangenen Jahren gering sein wird. In den Krisenländern wird die Rezession allmählich überwunden werden, die Erholung dürfte aber zunächst wenig Dynamik entwickeln. Auch in einigen Kernländern bleibt der Produktionsanstieg vorerst mäßig (Tabellen 6 und 7). Für den Euroraum insgesamt rechnen wir mit einem Zuwachs beim Bruttoinlandsprodukt um 1,2 Prozent in diesem Jahr und mit einem Anstieg von 1,7 Prozent im Jahr 2015. Der Inflationsdruck wird aufgrund der stark unterausgelasteten Kapazitäten im Prognosezeitraum wohl gering bleiben. Die Verbraucherpreise dürften im Jahresdurchschnitt 2014 um 1 Prozent zulegen und 2015 mit Festigung der Konjunktur etwas schneller – um 1,6 Prozent – zulegen.

Im *Vereinigten Königreich* dürfte sich die recht kräftige wirtschaftliche Expansion im Prognosezeitraum in der Grundtendenz fortsetzen. Die Realeinkommen und damit der private Konsum werden dadurch gestützt, dass die Beschäftigung deutlich steigt und die Nominallöhne allmählich wieder stärker erhöht werden. Mit dem allmählichen Anziehen der Weltkonjunktur dürfte die Ausfuhr etwas an Schwung gewinnen. Die Investitionen werden angesichts verbesserter Absatz- und Ertragsaussichten zügig ausgeweitet werden. Allerdings wird die wirtschaftliche Dynamik auch im Prognosezeitraum dadurch begrenzt werden, dass die privaten Haushalte weiter um einen Abbau der gemessen am verfügbaren Einkommen immer noch hohen Verschuldung bemüht bleiben, zumal im kommenden Jahr, wenn die Kapitalmarktzinsen in Erwartung einer geldpolitischen Straffung voraussichtlich steigen werden. Insgesamt rechnen wir mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 2,5 Prozent im kommenden Jahr und 2,2 Prozent im Jahr 2015 (Tabelle 8).

In den *übrigen Mitgliedsländern der EU* dürfte die Konjunktur sich weiter festigen. Die konjunkturelle Erholung im Euroraum beeinflusst die Produktion vor allem in den Ländern Mitteleuropas erheblich, denn sie sind sehr

⁹ Zu Einzelheiten der Konjunkturprognose für den Euroraum siehe Boysen-Hogrefe et al. (2013).

Belebung der Weltwirtschaft trotz Widerständen

Tabelle 6:

Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den EU-Ländern 2013–2015

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Deutschland	20,6	0,4	1,9	2,5	1,6	1,7	2,5	5,3	4,9	4,7
Frankreich	15,7	0,2	1,0	1,5	1,0	1,1	1,4	10,8	10,8	10,5
Italien	12,1	-2,0	0,5	1,0	1,3	0,7	1,2	12,2	12,8	12,6
Spanien	7,9	-1,2	0,8	1,3	1,5	0,2	1,1	26,4	25,6	24,5
Niederlande	4,6	-0,8	1,5	1,6	2,6	0,8	1,6	6,7	7,0	6,8
Belgien	2,9	0,2	1,4	1,7	1,2	1,3	1,6	8,5	8,5	8,4
Österreich	2,4	0,3	1,5	2,1	2,1	1,9	2,0	4,9	4,7	4,4
Griechenland	1,5	-3,7	-1,0	1,0	-0,9	-1,0	0,0	27,4	28,1	27,4
Finnland	1,5	-1,4	-0,2	1,4	2,2	1,5	1,8	8,2	8,3	8,0
Portugal	1,3	-1,4	1,3	1,5	0,4	0,3	0,9	16,5	15,0	14,0
Irland	1,3	0,1	2,8	3,0	0,5	0,5	1,4	13,1	11,1	9,2
Slowakei	0,5	0,8	1,7	3,2	1,5	0,6	1,5	14,2	13,6	13,0
Luxemburg	0,3	2,0	2,1	2,3	1,7	1,7	1,9	5,9	6,1	5,7
Slowenien	0,3	-1,6	1,8	2,2	1,9	0,9	1,3	10,2	10,2	9,8
Lettland	0,2	4,5	4,7	4,8	0,0	1,4	1,8	11,9	10,6	9,5
Estland	0,1	1,2	2,5	3,4	3,2	2,3	3,5	8,8	8,4	7,0
Zypern	0,1	-5,4	-3,5	-1,0	0,4	-1,0	0,0	16,0	18,3	19,5
Malta	0,1	2,0	2,0	2,4	1,0	1,2	1,8	6,5	6,5	6,4
Vereinigtes Königreich	14,9	1,9	2,5	2,2	2,6	1,8	2,2	7,5	6,9	6,0
Polen	2,9	1,6	2,6	3,0	0,8	0,9	1,9	10,4	9,7	9,0
Schweden	3,1	1,5	2,1	2,4	0,4	0,6	1,6	8,0	7,8	7,5
Dänemark	1,9	0,4	1,5	1,8	0,5	1,0	1,3	7,0	6,6	6,3
Tschechien	1,2	-1,0	1,2	2,0	1,4	0,9	1,5	7,0	6,6	6,2
Rumänien	1,0	1,6	2,5	2,8	3,2	1,6	2,8	7,3	7,2	6,9
Ungarn	0,7	1,2	2,3	2,0	1,7	1,0	2,5	10,2	8,8	8,2
Kroatien	0,3	-0,6	0,6	2,0	2,3	2,8	3,0	17,6	18,7	18,3
Bulgarien	0,3	0,6	2,0	2,5	0,4	0,1	1,5	12,9	12,9	12,5
Litauen	0,3	3,3	3,5	4,0	1,2	1,5	2,3	11,8	10,3	9,0
Europäische Union	100,0	0,1	1,5	1,9	1,5	1,1	1,7	10,9	10,6	10,1
<i>Nachrichtlich:</i>										
Europäische Union 15	91,9	0,0	1,4	1,8	1,5	1,1	1,7	11,1	10,9	10,4
Beitrittsländer	8,1	0,9	2,1	2,7	1,4	0,9	1,9	10,1	9,6	9,1
Euroraum	73,3	-0,4	1,2	1,7	1,4	1,0	1,6	12,1	11,9	11,5
Euroraum ohne Deutschland	52,7	-0,8	0,9	1,5	1,3	0,8	1,3	14,5	14,4	13,9

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.

stark in die Wertschöpfungsketten der europäischen Industrie eingebunden und der Anteil der Industrie an der gesamtwirtschaftlichen Produktion ist in einigen Ländern recht hoch. Hinzu kommt, dass die Belastungen vonseiten der Finanzpolitik, die in einzelnen Ländern in den vergangenen Jahren beträchtlich waren, deutlich geringer ausfallen werden. Bislang sind die mittel- und osteuropäischen Mitgliedsländer der EU nicht wie einige Schwellenländer von einem abrupten Entzug von Auslandskapi-

tal getroffen worden, obwohl auch einige von ihnen zur Finanzierung beträchtlicher Leistungsbilanzdefizite auf Kapitalzuflüsse aus dem Ausland angewiesen sind. 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 in diesem und im nächsten Jahr verstärkt expandieren (Tabelle 6).

Belebung der Weltwirtschaft trotz Widerständen

Tabelle 7:
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2012–2015

	2012	2013	2014	2015
Bruttoinlandsprodukt	-0,7	-0,4	1,2	1,7
Heimische Absorption	-2,2	-1,0	1,0	1,8
Privater Verbrauch	-1,4	-0,4	0,9	1,5
Staatsverbrauch	-0,5	0,3	0,3	1,1
Anlageinvestitionen	-4,0	-2,8	3,0	4,5
Vorratsveränderungen	-0,5	-0,2	-0,1	-0,2
Außenbeitrag	1,5	0,5	0,2	-0,0
Exporte	2,5	1,3	4,4	5,5
Importe	-0,9	0,1	4,4	6,3
Verbraucherpreise	2,5	1,4	1,0	1,6
Arbeitslosenquote	11,4	12,1	11,9	11,5
Leistungsbilanzsaldo	1,3	2,1	2,5	2,6
Budgetsaldo	-3,7	-3,2	-2,5	-2,2

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

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

Tabelle 8:
Eckdaten zur Konjunktur im Vereinigten Königreich 2012–2015

	2012	2013	2014	2015
Bruttoinlandsprodukt	0,3	1,8	2,5	2,2
Heimische Absorption	1,0	1,2	2,0	2,4
Privater Verbrauch	1,5	2,4	2,3	2,0
Staatsverbrauch	1,6	0,9	0,5	0,1
Anlageinvestitionen	-0,5	1,4	5,2	5,8
Vorratsveränderungen	-0,2	0,0	0,1	0,0
Außenbeitrag	-0,7	0,1	-0,1	-0,1
Exporte	1,1	0,8	3,3	4,2
Importe	3,1	0,4	3,5	4,5
Verbraucherpreise	2,8	2,6	1,8	2,2
Arbeitslosenquote	7,9	7,5	6,9	6,0
Leistungsbilanzsaldo	-3,7	-3,6	-3,2	-3,0
Budgetsaldo	-6,2	-6,7	-5,5	-4,8

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

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

Für die Schwellenländer rechnen wir insgesamt mit einer allmählichen Festigung der Konjunktur, die Produktion wird aber nur wenig schneller ausgeweitet werden als zuletzt. In

China wird das Bruttoinlandsprodukt im laufenden Jahr mit 7,2 Prozent noch etwas verhaltener steigen als 2013. Die Ausweitung der Investitionen dürfte sich aufgrund der restriktiveren Kreditvergabe und der hohen Verschuldung von Unternehmen und Kommunen etwas verringern. Die angestrebte Umorientierung auf eine stärker vom privaten Konsum getragene Expansion scheint momentan wenig erfolgreich, höhere private Verbrauchsausgaben werden wohl nicht in der Lage sein, die schwächere Investitionsdynamik auszugleichen. Die Warenexporte sind für die Monate Januar und Februar zusammengenommen zurückgegangen, für das Gesamtjahr erwarten wir eine allenfalls leicht beschleunigte Zunahme der Ausfuhren. Darüber hinaus signalisieren am aktuellen Rand die Rückgänge der Einkaufsmanagerindizes (mit Fokus auf große staatliche als auch auf kleinere und mittlere Unternehmen), dass die chinesische Wirtschaft mit wenig Schwung in das Jahr gestartet ist. Für 2015 rechnen wir im Einklang mit einem flacheren Wachstumstrend mit einem Anstieg der Produktion von 7 Prozent (Tabelle 9).

In Indien wird das Bruttoinlandsprodukt im laufenden Jahr mit einer Rate von rund 5 Prozent voraussichtlich wieder etwas schneller zunehmen, nicht zuletzt aufgrund eines Anziehens der Investitionstätigkeit. Von der Finanzpolitik sind hingegen nur geringe Impulse zu erwarten, da die Reduzierung des Budgetdefizits von rund 8 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt hohe Priorität hat. Auf eine Belebung der Wirtschaft deutet der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe hin, der im Februar den höchsten Stand seit rund einem Jahr verzeichnete. Für 2015 rechnen wir mit einer weiteren Zunahme der konjunkturellen Dynamik. Die Teuerungsrate wird nur allmählich zurückgehen und 2014 mit jahresdurchschnittlich 8,5 Prozent weiterhin ein hohes Niveau aufweisen.

Für die südostasiatischen Schwellenländer rechnen wir im laufenden Jahr mit einer geringfügig schwächeren Dynamik der wirtschaftlichen Aktivität als 2013. So dürfte die Produktion in Thailand unter der politischen Krise leiden und die Konjunktur in Indonesien sich auf-

Belebung der Weltwirtschaft trotz Widerständen

Tabelle 9:

Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in ausgewählten Schwellenländern 2012–2015

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
		2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
Indonesien	4,0	6,2	5,8	5,5	5,5	4,3	6,9	7,0	6,0
Thailand	2,1	6,5	2,8	3,0	4,0	3,0	2,2	2,5	3,0
Philippinen	1,4	6,8	7,2	6,0	5,5	3,2	2,9	4,0	4,0
Malaysia	1,6	5,5	4,8	5,0	5,0	1,7	2,1	3,0	3,0
Insgesamt	9,1	6,2	5,1	4,9	5,1	3,4	4,3	4,8	4,5
China	40,7	7,7	7,7	7,2	7,0	2,7	2,6	3,0	3,0
Indien	15,4	4,6	3,9	5,0	5,2	9,3	10,9	8,5	8,0
Asien insgesamt	65,2	6,8	6,4	6,4	6,3	4,3	4,8	4,5	4,4
Brasilien	7,7	0,9	2,3	3,0	4,0	5,4	6,2	5,5	5,5
Mexiko	5,8	3,9	1,3	3,5	4,0	4,1	3,8	3,5	3,5
Argentinien	2,4	1,9	5,0	3,0	3,5	10,0	15,0	15,0	15,0
Kolumbien	1,6	4,0	4,2	4,5	5,0	3,2	2,0	3,0	3,0
Chile	1,1	5,6	4,3	5,0	5,5	3,0	2,1	2,0	2,0
Peru	1,1	6,3	6,7	6,0	6,5	3,7	2,8	3,0	3,0
Venezuela	1,3	5,6	0,8	1,0	1,0	21,1	38,5	40,0	40,0
Lateinamerika insgesamt	21,0	2,9	2,7	3,4	4,0	6,2	7,9	7,7	7,7
Russland	8,2	3,4	1,3	1,8	2,4	5,1	6,8	6,4	6,0
Türkei	3,7	2,2	3,7	1,5	5,0	8,9	7,5	8,0	6,5
Südafrika	1,9	2,5	1,9	1,0	2,8	5,6	5,8	6,4	5,5
Aufgeführte Länder	100,0	5,4	5,0	5,1	5,4	5,0	5,7	5,5	5,3

Prozent. Gewicht: gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2012 nach Kaufkraftparitäten. — Bruttoinlandsprodukt: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Verbraucherpreise: Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — Asien insgesamt, Lateinamerika insgesamt: aufgeführte Länder.

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

grund des restriktiveren geldpolitischen Kurses etwas abschwächen. Insgesamt erwarten wir für die Ländergruppe einen Anstieg der Produktion im Jahr 2014 von 4,9 Prozent. Für 2015 rechnen wir mit einem Zuwachs von 5,1 Prozent.

In *Lateinamerika* dürfte sich die Produktion im Verlauf dieses Jahres allmählich beleben. Impulse werden von der Auslandsnachfrage ausgehen, die von der Erholung der Weltwirtschaft, insbesondere dem Anziehen der Konjunktur in den Vereinigten Staaten profitieren wird, zumal sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit lateinamerikanischer Produzenten infolge der Abwertung der Währungen erhöht hat. Anregend wirkt auch die Finanzpolitik, die zumeist bemüht ist, der Konjunkturschwäche entgegenzuwirken. So hat die Regierung in Brasilien ein Logistik-Investitionsprogramm beschlossen, das die Infrastruktur des Landes, insbesondere Häfen und das Schienen- und

Straßennetz, modernisieren soll. Die Geldpolitik wirkt demgegenüber bremsend; die brasilianische Zentralbank hat ihren Leitzins seit November dreimal um insgesamt 1,25 Prozentpunkte erhöht. Die meisten Länder verfügen über hohe Währungsreserven, eine niedrige Auslandsverschuldung und eine höhere Glaubwürdigkeit der Wirtschaftspolitik als noch vor einigen Jahren. Für 2015 rechnen wir mit einer weiteren Verstärkung des Produktionsanstiegs in der Region. Insgesamt erscheint die Wirtschaft Lateinamerikas robuster als in früheren Zeiten. Ein Risiko stellt aber die Entwicklung der Rohstoffpreise dar. Sollten diese anders als hier unterstellt weiter deutlich nachgeben, würden die Exporterlöse empfindlich unter Druck geraten, mit entsprechenden Folgen für Investitionen und Einkommensentwicklung im Inland.

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. Der Konflikt mit der Ukraine sowie der zu erwartende wirtschaftliche Einbruch in dem Nachbarland werden aber den Außenhandel kurzfristig belasten, selbst wenn es nicht zu Beschränkungen im Rahmen von Sanktionen seitens der internationalen Staatengemeinschaft kommt. Im kommenden Jahr dürfte sich dann aber die durch die starke Abwertung deutlich verbesserte preisliche Wettbewerbsfähigkeit russischer Produzenten in einem beschleunigten Anstieg der Ausfuhren niederschlagen. Dann dürfte sich auch die Binnennachfrage allmählich beleben, die derzeit noch durch die anhaltend hohe Inflation gebremst wird. An-

ders als in den Vorjahren gehen von den Ausgaben des Staates im Prognosezeitraum 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 gering gehalten werden. Allerdings ist es fraglich, ob die Entscheidung, Teile des umfangreichen Rüstungsprogramms auf die Jahre nach 2016 zu verschieben, unter den neuen politischen Rahmenbedingungen aufrechterhalten wird. Alles in allem erwarten wir für dieses Jahr einen Anstieg der Produktion, der mit 1,8 Prozent etwas höher ausfällt als im abgelaufenen Jahr. Für das kommende Jahr rechnen wir mit einem Zuwachs um 2,4 Prozent.

Literatur

- Abeysinghe, T. (2008). Interpolated Quarterly GDP Data for Malaysia, Indonesia, Thailand, Philippines and China. Via Internet (7. März 2014) <<http://courses.nus.edu.sg/course/ecstabeysinghe/gdpdata.xls>>.
- Baker, S. R., N. Bloom and S. J. Davis (2013). Measuring Economic Policy Uncertainty. Via Internet (9. März 2014) <<http://www.policyuncertainty.com/media/BakerBloomDavis.pdf>>
- Boysen-Hogrefe, J., D. Groll, N. Jannsen, S. Kooths, B. van Roye, J. Scheide und T. Schwarzmüller (2013). Die Konjunktur im Euroraum belebt sich. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur im Herbst 2013. Kieler Diskussionsbeiträge 526/527. IfW, Kiel.
- Boysen-Hogrefe, J., D. Groll, B. van Roye, J. Scheide und T. Schwarzmüller (2014a). Expansion im Euroraum bleibt moderat. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur im Frühjahr 2014. Kieler Diskussionsbeiträge 534/535. IfW, Kiel.
- Boysen-Hogrefe, J., K.-J. Gern, D. Groll, N. Jannsen, S. Kooths, M. Plödt, T. Schwarzmüller, B. van Roye und J. Scheide (2014b). Finanz- und Wirtschaftspolitik bei einer anhaltenden monetären Expansion. Gutachten für das Bundesministerium der Finanzen. In Vorbereitung.
- Cabinet Office (2013). Basic Framework for Fiscal Consolidation: Medium-term Fiscal Plan. 8. August. Via Internet (12. März 2014) http://www5.cao.go.jp/keizai1/2013/20130808_medium_term.pdf.
- Jannsen, N. (2013). Ist die Arbeitslosenquote ein guter Anker für die „forward guidance“ der Federal Reserve? IfW-Fokus 147. Via Internet (12. März 2014) <<http://www.ifw-kiel.de/medien/fokus/2013/ifw-fokus-147>>.
- J.P. Morgan (2013). China: the concept of total social financing. Economic Research, Global Data Watch. 22. Februar, Hong Kong.
- Klodt, H. (2014). Lasst die türkische Lira abwerten. IfW Fokus 158. Via Internet (9. März 2014) <<http://www.ifw-kiel.de/medien/fokus/2014/ifw-fokus-158>>
- UniCredit (2014). *Weekly Focus* 97, 7. März, unveröffentlicht.

Euroraum auf Erholungskurs

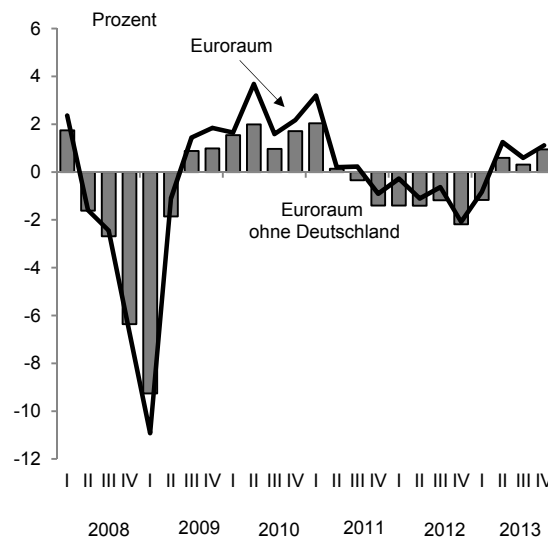
Jens Boysen-Hogrefe, Dominik Groll,
Björn van Roye, Joachim Scheide und
Tim Schwarzmüller

Zusammenfassung:

Die Konjunktur im Euroraum ist aufwärtsgerichtet. Im Jahresschlussquartal 2013 legte das Bruttoinlandsprodukt um 1,1 Prozent zu. Die Stimmungsindikatoren deuten darauf hin, dass sich die Erholung in der ersten Jahreshälfte 2014 fortsetzt. Der Aufschwung dürfte nach und nach an Breite gewinnen, weil binnenwirtschaftliche Kräfte verstärkt zur Expansion beitragen werden. Alles in allem erwarten wir, dass das Bruttoinlandsprodukt im laufenden Jahr um 1,2 Prozent zulegen wird; im Jahr 2015 dürfte die Zunahme 1,7 Prozent betragen. Die Wahrscheinlichkeit einer Deflation im Euroraum schätzen wir derzeit als gering ein. Gleichwohl wird der Anstieg der Verbraucherpreise im Prognosezeitraum wohl gedämpft bleiben. Im Jahresdurchschnitt 2014 werden sich die Verbraucherpreise voraussichtlich nur um 1 Prozent erhöhen. Im darauf folgenden Jahr dürfte die Rate bei 1,6 Prozent liegen. Die Lage am Arbeitsmarkt dürfte sich im Prognosezeitraum allmählich bessern. Im Jahresdurchschnitt 2014 dürften dennoch 11,9 Prozent der Erwerbspersonen ohne Arbeit sein; im Jahr 2015 wird sich ihr Anteil wohl auf 11,5 Prozent verringern.

Die Erholung im Euroraum hat sich weiter gefestigt. Die gesamtwirtschaftliche Produktion nahm im vierten Quartal des vergangenen Jahres um 1,1 Prozent (annualisiert) zu, nachdem sie bereits in den beiden Quartalen zuvor zugelegt hatte (Abbildung 1). Die Anlageinvestitionen legten mit 4,3 Prozent recht kräftig zu, und die privaten Konsumausgaben expandierten ebenfalls, wenn auch nur leicht. Dennoch war die inländische Verwendung rückläufig, weil die Unternehmen ihre Lagerbestände deutlich reduzierten und der Staat seinen Verbrauch einschränkte. Vom Außenhandel gingen im Schlussquartal des Jahres 2013 recht kräftige Impulse auf die Konjunktur aus. Die Ausfuhren erhöhten sich merklich um 4,9 Prozent, nachdem sie im Vorquartal noch stark rückläufig waren. Die Zunahme der Einfuhren fiel demgegenüber nur moderat aus, so dass der Außenhandel insgesamt 1,3 Prozentpunkte zum Anstieg des Bruttoinlandsprodukts beisteuerte.

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 war der Produktionsanstieg mit 1,2 Prozent ähnlich stark wie im Euroraum insgesamt. Dazu beige-

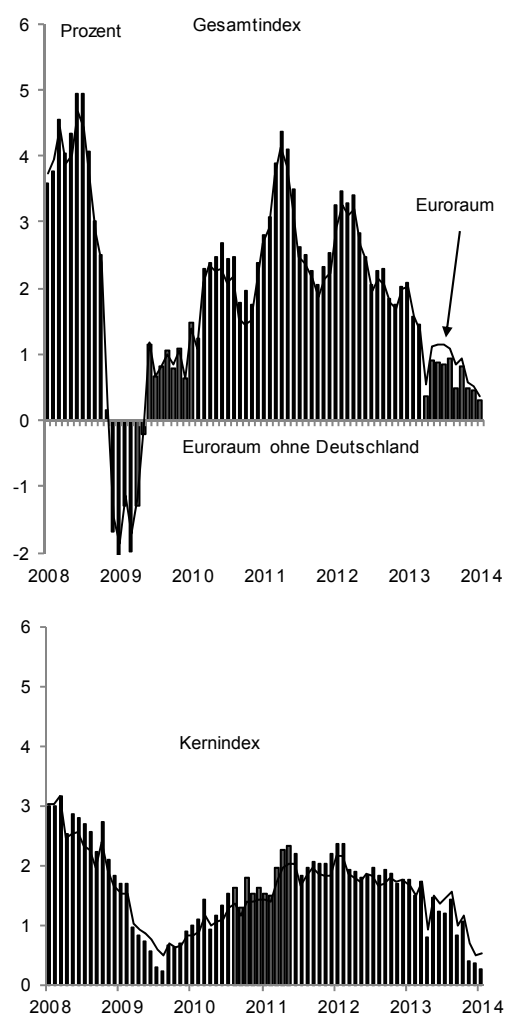
tragen hat nicht zuletzt die bessere Konjunktur in einigen Krisenländern. So erhöhte sich die gesamtwirtschaftliche Produktion in Portugal und Spanien um 2 bzw. 1,2 Prozent. In Italien stieg sie erstmals seit über zwei Jahren. Darüber hinaus belebte sich die Konjunktur in Belgien, Österreich und den Niederlanden. In Griechenland hat sich das Tempo der wirtschaftlichen Talfahrt spürbar verlangsamt. Es besteht aber eine hohe Unsicherheit darüber, ob die Konjunktur dort ihren Tiefpunkt bereits erreicht hat. So deuten die Stimmungskennzeichen zwar auf eine merklich verbesserte Lage hin, in den harten Konjunkturindikatoren hat sich dies bislang aber noch nicht niederschlagen.

Der Verbraucherpreisanstieg hat sich in den vergangenen Monaten weiter abgeschwächt. Im Sechsmontatsvergleich lag die allgemeine Teuerung im Januar bei nur 0,4 Prozent; sie war damit 1,6 Prozentpunkte niedriger als noch im Januar 2013 (Abbildung 2). Die kräftige Abnahme des allgemeinen Preisdrucks im Jahr 2013 ist zu einem erheblichen Teil auf Sonderfaktoren zurückzuführen, so dass wir derzeit die Wahrscheinlichkeit eines Deflationsszenarios als gering einschätzen (Kasten 1). Im Vorjahresvergleich betrug die Inflationsrate 0,8 Prozent. Die Preise für Tabak und Elektrizität übten dabei den stärksten Aufwärtsdruck aus, wohingegen Preise für Kraftstoffe und Telekommunikation die Inflation dämpften.

Insgesamt hat sich die Lage am Arbeitsmarkt im Verlauf der zweiten Jahreshälfte 2013 stabilisiert. So verharrte die Zahl der Beschäftigten im dritten Quartal 2013 (letzter verfügbarer Wert) auf dem Niveau des Vorquartals, wodurch ein zweijähriger Abwärtstrend zu Ende ging; während im Dienstleistungssektor ein geringfügiger Beschäftigungsaufbau zu verzeichnen war, verringerte sich die Zahl der Beschäftigten in der Industrie erneut. Die Zahl der Arbeitslosen sank im vierten Quartal 2013 spürbar um 2,7 Prozent (annualisiert). Die Arbeitslosenquote lag im Januar 2014 bei 12 Prozent; im Euroraum ohne Deutschland lag sie deutlich darüber bei 14,8 Prozent (Abbildung 3). In einigen Krisenländern hat sich die Lage am Arbeitsmarkt spürbar gebessert. So ist die

Arbeitslosenquote in Irland im Vergleich zum Höhenpunkt aus dem Jahr 2012 um rund 3 Prozentpunkte niedriger, und auch in Portugal liegt die Quote um mehr als 2 Prozentpunkte unter dem Höchststand des vergangenen Jahres. In Spanien ist die Quote seit einem halben Jahr rückläufig. In Griechenland, Italien, Slowenien und Zypern hingegen hat sich der Anteil der Erwerbspersonen ohne Arbeit nochmals erhöht.

Abbildung 2:
Verbraucherpreise 2008–2014



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

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

Kasten 1:

Deflation im Euroraum?

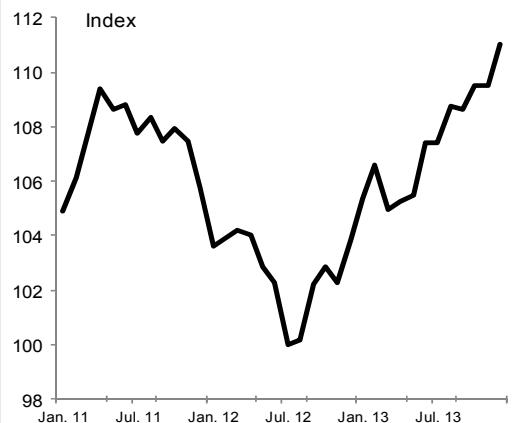
Der Euroraum durchläuft derzeit eine Phase der Disinflation. Zu Beginn der Rezession im Herbst 2011 lag die Inflationsrate bei 3 Prozent. In den folgenden zweieinhalb Jahren ging die Rate nach und nach auf ihr jetziges Niveau von knapp unter 1 Prozent zurück. Das deutliche Unterschreiten der von der EZB als mittelfristiges Ziel vorgegebenen 2-Prozent-Marke hat eine Deflationsdebatte ausgelöst. Als Deflation ist dabei eine lang anhaltende Phase rückläufiger Preise auf breiter Front zu verstehenden. Einige Stimmen äußern nun die Bedenken, der Euroraum befinde sich auf dem Weg in eine Deflation („Japanisches Szenario“), die wiederum mit enormen Risiken verbunden wäre. Die daraus abgeleitete Handlungsempfehlung für die Geldpolitik lautet, den ohnehin schon sehr expansiv ausgerichteten Kurs zu forcieren, etwa durch ein erneutes Senken des Leitzinses oder den Einsatz weiterer unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen. In diesem Kasten wird daher untersucht, inwieweit die derzeitigen Deflationssorgen berechtigt erscheinen. Zu diesem Zweck werden die wesentlichen Bestimmungsfaktoren der jüngsten Inflationsdynamik dargestellt.

Das außenwirtschaftliche Umfeld hat die Inflation in der jüngeren Vergangenheit maßgeblich beeinflusst. Der Euro hat in den vergangenen rund eineinhalb Jahren gegenüber den Währungen der 40 wichtigsten Handelspartner aufgewertet (Abbildung K1-1). Am Ende des Jahres 2013 notierte der Euro gegenüber diesem Währungskorb um mehr als 10 Prozent höher als im Juli 2012. Dies hat über die Importpreise einen dämpfenden Effekt auf die allgemeine Teuerung im Euroraum ausgeübt.

Zudem ist die globale Entwicklung auf den Rohstoffmärkten eine wichtige Bestimmungsgröße für die Inflation im Euroraum. Bei den Energiepreisen ist seit dem Jahr 2011 ein deutlich geringerer Anstieg zu beobachten gewesen (Abbildung K1-2). So verteuerten sich Energieerzeugnisse im Durchschnitt des Jahres 2011 noch um reichlich 12 Prozent; im darauf folgenden Jahr schrumpfte die Rate auf 7,6 Prozent. Im Jahresdurchschnitt 2013 erhöhten sich die Energiepreise sogar nur noch um 0,7 Prozent. Aber auch bei den Nahrungsmitteln hat sich der Preisauftrieb im Verlauf 2013 deutlich verlangsamt. So lag die Teuerung für diese Teilkomponente zu Beginn des Jahres bei 3,1 Prozent. Im Dezember betrug der Preisanstieg nur noch 1,4 Prozent.

Neben dem außenwirtschaftlichen Umfeld übte die Anhebung indirekter Steuern und administrierter Preise einen spürbaren Einfluss auf die Inflation aus. So betrug der Unterschied zwischen der Inflationsrate und der Rate, bei der Verbrauchsteueränderungen herausgerechnet werden, im Oktober 2012 – nachdem es in Spanien und den Niederlanden zu einer deutlichen

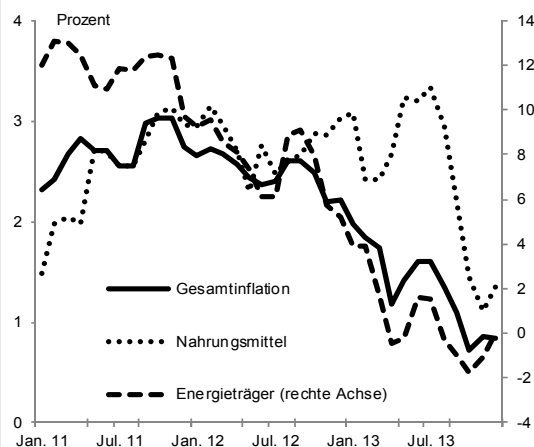
Abbildung K1-1:
Nominal effektiver Wechselkurs des Euro 2011–2013



Monatsdaten; Index; Juli 2012 = 100; gegenüber den 40 wichtigsten Handelspartnern.

Quelle: EZB, Monatsbericht.

Abbildung K1-2:
Inflationsrate und ausgewählte Teilindizes 2011–2013



Monatsdaten; nicht saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorjahreswert.

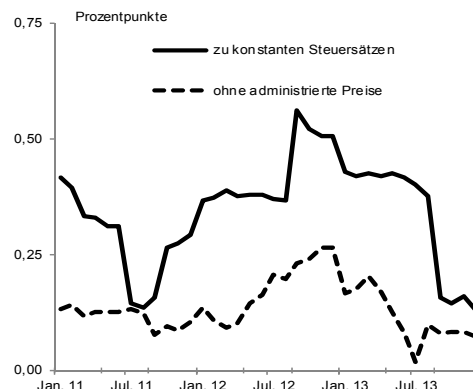
Quelle: Eurostat, Preisstatistik.

Anhebung der Mehrwertsteuer kam – mehr als 0,5 Prozentpunkte (Abbildung K1-3). Aber auch der Einfluss der administrierten Preise war erheblich und erreichte im Jahr 2012 einen Höhepunkt. Die daraus resultierenden Basiseffekte ließen den Rückgang des allgemeinen Preisauftriebs im Jahr 2013 stärker erscheinen, als es in der Grundtendenz der Fall war.

Nicht zuletzt ist zu bedenken, dass die Auslastung der Produktionskapazitäten in der Rezession gesunken ist. Gemäß der aktuellen Schätzung der Europäischen Kommission hat sich die Produktionslücke von 1,2 Prozent im Jahr 2011 auf 3 Prozent im Jahr 2013 geöffnet (Abbildung K1-4). Die Preissetzungsspielräume der Unternehmen dürften dementsprechend abgenommen haben. Insofern ist ein schwächerer Preisauftrieb nicht verwunderlich, sondern vielmehr eine Anpassungsreaktion auf die Konjunktur. In den Krisenländern ist der sehr geringe Preisauftrieb aber wohl auch ein Anzeichen dafür, dass die Strukturreformen allmählich beginnen zu wirken, und es den Unternehmen zusehends gelingt, ihre Produktionskosten zu senken.

Die Wahrscheinlichkeit, dass es zu einem ausgeprägten Rückgang der Preise auf breiter Front kommt, ist unserer Einschätzung nach gering. Dafür spricht, dass der beschleunigte Rückgang der Inflation im Jahr 2013 zu einem erheblichen Teil auf temporäre, außenwirtschaftliche Faktoren sowie auf Basiseffekte im Zusammenhang mit Verbrauchsteueränderungen zurückzuführen ist. Ein Indikator für allgemeinen Preisauftrieb, bei dem der Einfluss dieser Sondereffekte nicht zum tragen kommt, ist der Deflator der Bruttowertschöpfung. Dieser erwies sich in den vergangenen Jahren nicht nur merklich stabiler als die Verbraucherpreisinflation, sondern er befindet sich derzeit auch oberhalb von 1 Prozent (Abbildung K1-5). Auch erscheint der im Jahr 2013 verzeichnete Rückgang des Deflators weitaus weniger dramatisch, als der Rückgang der Inflation. Darüber hinaus wird die Produktionslücke unserer Einschätzung nach im Prognosezeitraum abnehmen. In der Folge dürfte sich daher der Anstieg der Verbraucherpreise allmählich wieder beschleunigen. Schließlich bleibt festzuhalten, dass die langfristigen Inflationserwartungen (für das Jahr 2018) gemäß der Februarumfrage der EZB nach wie vor bei 1,9 Prozent liegen (EZB 2014: Kasten 8). Die überwiegende Mehrheit der befragten Konjunkturbeobachter ist demnach der Auffassung, dass der momentan geringe Preisauftrieb nur temporärer Natur ist.

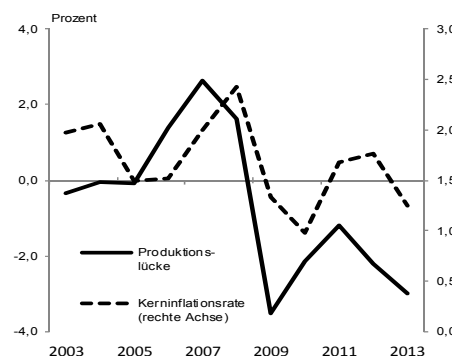
Abbildung K1-3: Einfluss von Verbrauchsteuern und administrierter Preise auf die Inflation 2011–2013



Monatsdatendaten; Differenz zwischen der Inflationsrate und der Rate zu konstanten Steuersätzen bzw. ohne administrierte Preise.

Quelle: Eurostat, Preisstatistik.

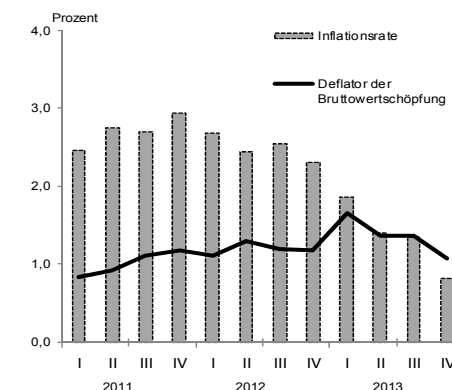
Abbildung K1-4: Produktionslücke und Kerninflationsrate im Euroraum 2003–2013



Jahresdaten; Produktionslücke in Prozent des Produktionspotenzials; Kerninflationsrate: Gesamtindex ohne Energie und Nahrungsmittel.

Quelle: Eurostat, Preisstatistik; Europäische Kommission, AMECO Datenbank.

Abbildung K1-5: Inflationsrate und Deflator der Bruttowertschöpfung 2011–2013

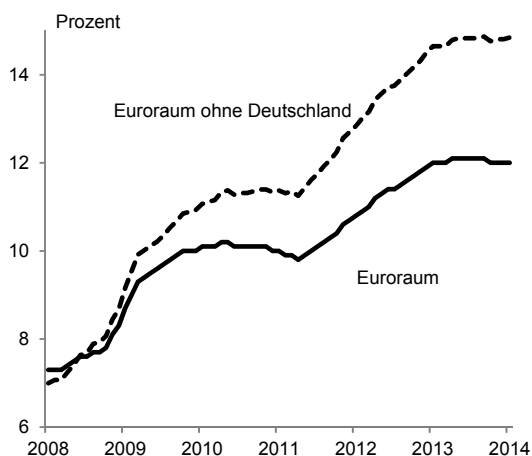


Quartalsdaten; nicht saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorjahreswert.

Quelle: Eurostat, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Preisstatistik.

Euroraum auf Erholungskurs

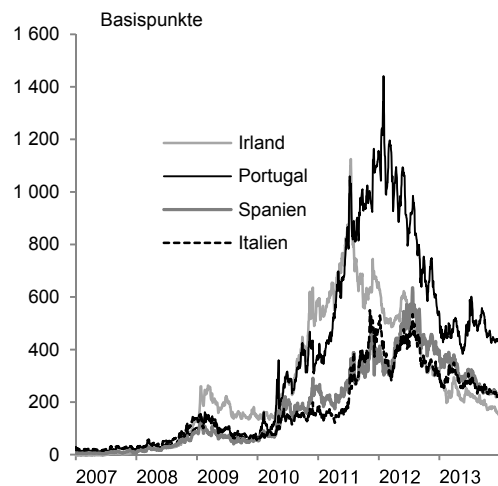
Abbildung 3:
Arbeitslosenquote 2008–2014



Monatsdaten; saisonbereinigt.

Quelle: Eurostat, *Arbeitsmarktstatistik*; eigene Berechnungen.

Abbildung 4:
Renditedifferenzen ausgewählter Staatsanleihen im Euroraum 2007–2014



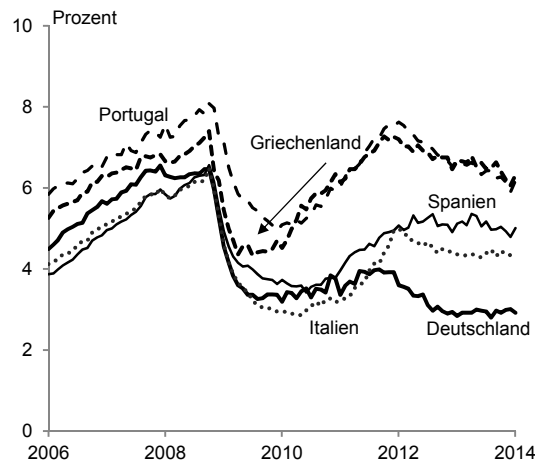
Tagesdaten; Differenzen zu Renditen deutscher Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

Monetäres Umfeld verbessert sich

Die monetären und finanziellen Rahmenbedingungen haben sich im Verlauf des Jahres 2013 weiter verbessert. Die Segmentierung der Finanzmärkte hat sich weiter zurückgebildet. Seit der EZB-Rat im Jahr 2012 angekündigt hat, im Rahmen der Outright Monetary Transactions (OMT) gegebenenfalls Staatsanleihen von Krisenländern zu erwerben, haben sich die Zinsaufschläge für Staatsanleihen der Krisenländer gegenüber deutschen Staatsanleihen nachhaltig vermindert (Abbildung 4). Des Weiteren verringerten sich die Salden im Zahlungsverkehrssystem Target2 weiter. Schließlich hat sich auch der Finanzmarktstress seit einiger Zeit merklich verringert. 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 relativ konstant (Abbildung 5).

Abbildung 5:
Zinsen für Unternehmenskredite 2006–2014



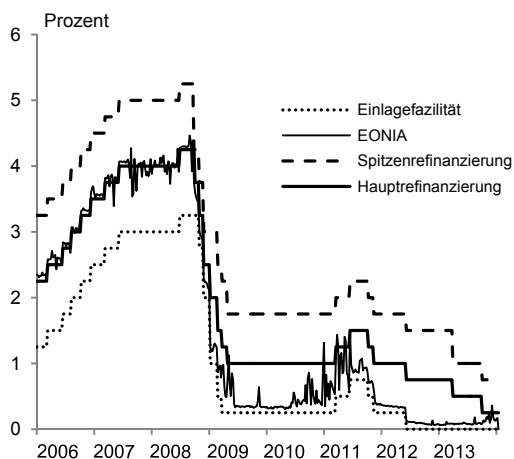
Monatsdaten; Zinsen für Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr.

Quelle: EZB, *MFI Zinsstatistik*.

Die Geldpolitik der EZB ist nach wie vor expansiv ausgerichtet. Im November 2013 senkte sie den Leitzins auf 0,25 Prozent (Abbildung 6). Einlagen der Geschäftsbanken bei der Notenbank werden nicht verzinst. Die Bilanzsumme des Eurosystems ist mit der vorzeitigen Rückzahlungsmöglichkeit der dreijährigen Refinan-

zierungsgeschäfte in den vergangenen Monaten zwar deutlich gesunken. In der Folge verringerte sich die Überschussliquidität der Geschäftsbanken – vor allem in Ländern wie Deutschland und Finnland – spürbar. Dies ist allerdings nicht als eine Verschärfung der Geldpolitik zu verstehen. Die EZB hat vielmehr ihre Ankündigung bestätigt, die Leitzinsen für einen ausgedehnten Zeitraum auf einem niedrigen Niveau zu belassen.

Abbildung 6:
Leitzinsen und Tagesgeldsätze im Euroraum 2006–2014



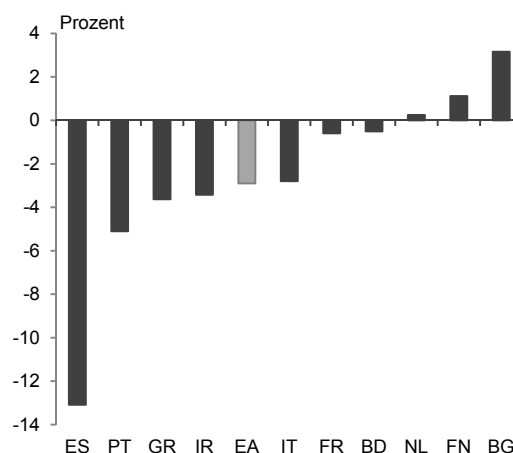
Wochendaten. EONIA (Euro OverNight Index Average): Zinssatz für unbesichertes Tagesgeld.

Quelle: EZB, Monatsbericht.

Die Buchkredite an den nichtfinanziellen Sektor im Euroraum sind im Vorjahresvergleich nach wie vor rückläufig (Abbildung 7); im Januar sanken sie um gut 3 Prozent. Dabei gibt es regional erhebliche Unterschiede. Während die Kreditvolumina in den Niederlanden, in Belgien und in Finnland leicht zulegten, sanken sie in den Krisenländern des Euroraums weiterhin merklich. Vor allem in Spanien setzte sich der Rückgang ausstehender Kredite in unvermindert hohem Tempo fort. Dort scheint der Abschreibungsbedarf von Krediten noch immer sehr hoch; der Anteil notleidender Kredite am gesamten Kreditvolumen erreichte zuletzt einen neuen Höchststand. Auch in Italien steigt der Anteil notleidender Kredite am Gesamtkreditvolumen weiter spürbar. Neben einer schwa-

chen Kreditnachfrage, die wohl vor allem aus dem notwendigen Schuldenabbau resultierte, dürften in den Krisenländern auch nach wie vor angebotsseitig Restriktionen bei der Kreditvergabe bestehen. Hierauf deutet auch die aktuelle Befragung des Bank Lending Survey der EZB hin. Ein Großteil der Banken gab an, dass die anhaltend hohe Unsicherheit und allgemeine konjunkturelle Faktoren in den Krisenländern zu einer Straffung der Kreditvergabe-standards beigetragen haben. Offenbar schätzen die Banken die Unsicherheit über den Fortgang der Schuldenkrise und bezüglich der konjunkturellen Aussichten nach wie vor sehr hoch ein, so dass sie mit der Kreditvergabe an den Privatsektor zögern.

Abbildung 7:
Buchkredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften Januar 2014



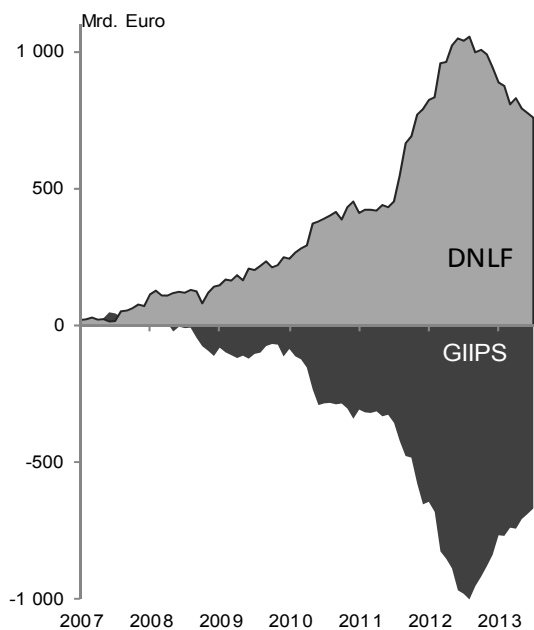
Monatsdaten; Veränderung gegenüber dem Vorjahr; ES: Spanien, IR: Irland, PT: Portugal, GR: Griechenland, EA: Euroraum, IT: Italien, FR: Frankreich, BD: Deutschland, NL: Niederlande, FN: Finnland, BG: Belgien

Quelle: EZB, Statistical Data Warehouse.

Die Forderungs- und Verbindlichkeitspositionen zwischen den nationalen Zentralbanken des Eurosystems, die sich an den Target2-Positionen ablesen lassen, haben im vergangenen Halbjahr weiter abgenommen (Abbildung 8). Hierfür dürfte ausschlaggebend gewesen sein, dass die Kapitalflucht und die Depositenverlagerung aus den Krisenländern in die Kernländer des Euroraums nach der Ankündigung des OMT wohl vorerst zu Ende gegangen ist. Dazu

hat wohl auch die vorzeitige Rückzahlung von Mitteln aus den dreijährigen Refinanzierungsoperationen beigetragen.

Abbildung 8:
Target2-Positionen 2007–2013



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

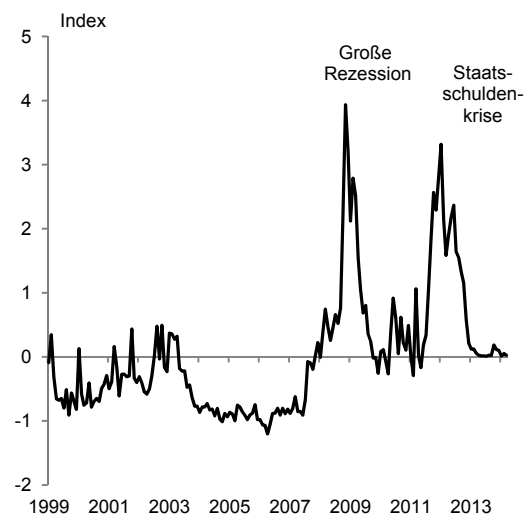
Quelle: Universität Osnabrück, *Euro Crisis Monitor*.

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 nunmehr auf einem moderaten Niveau (Abbildung 9). Hierzu haben 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 in den vergangenen Monaten leicht erhöht. Real effektiv fiel die Aufwertung noch etwas stärker aus. Insgesamt hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit europäischer Unternehmen in den vergangenen Monaten leicht verschlechtert.

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 Hinblick auf moderate mittel- und langfristige Inflationserwartungen bei 0,25 Prozent belassen. Hierauf deuten auch die jüngsten Inflations- und Konjunkturprognosen der EZB hin. So erwartet sie im Mittel eine Inflationsrate, die deutlich unter den angestrebten 2 Prozent liegt.

Abbildung 9:
Finanzmarktstressindikator 1999–2013



Monatsdaten.

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

Lohnzurückhaltung lässt etwas nach

Die Löhne im Euroraum steigen derzeit nur moderat. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer war im dritten Quartal 2013 (jüngere Zahlen liegen noch nicht vor) um 1,6 Prozent höher als ein Jahr zuvor. Die Tarifverdienste, welche bereits bis zum vierten Quartal bekannt sind, lagen um 1,7 Prozent höher.

In den von hoher Arbeitslosigkeit betroffenen Mitgliedstaaten verläuft die Lohnentwicklung

deutlich schwächer als im Durchschnitt des Währungsgebiets. In Griechenland, Irland und Portugal sind die Löhne seit geraumer Zeit abwärtsgerichtet, und auch in Zypern sind sie im vergangenen Jahr kräftig zurückgegangen. In Spanien kam es hingegen seit Ausbruch der Krise trotz der rekordhohen Arbeitslosigkeit noch zu keinen nennenswerten Lohnsenkungen, sondern nur zu einer Stagnation des Lohnniveaus.

In diesem Jahr wird sich der Lohnanstieg im Euroraum leicht beschleunigen, was jedoch auf die spürbar höhere Dynamik in Deutschland zurückzuführen ist; im Euroraum ohne Deutschland werden die Lohnzuwächse auf niedrigem Niveau verharren (Tabelle 1). In Griechenland und Zypern werden die Löhne wohl weiter kräftig nachgeben, in Irland nur noch geringfügig. Auch in Portugal dürfte das Lohnniveau weiter sinken; der hohe Anstieg im vergangenen Jahr ist lediglich auf die Wiedereinführung des 13. und 14. Monatsgehalts im öffentlichen Dienst zurückzuführen, nachdem das Verfassungsgericht deren Abschaffung für verfassungswidrig erachtet hatte. Die Lohndynamik

Tabelle 1:
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer im Euroraum 2012–2015

	2012	2013	2014	2015
Deutschland	2,6	2,0	3,2	3,8
Frankreich	2,1	1,8	2,0	2,2
Italien	0,0	0,8	0,3	0,8
Spanien	-0,3	0,1	0,1	0,3
Niederlande	1,7	2,2	1,8	1,9
Belgien	3,7	2,0	2,1	2,2
Österreich	2,6	2,1	2,3	2,5
Griechenland	-4,2	-7,0	-4,0	0,0
Finnland	3,5	2,1	1,8	1,9
Portugal	-2,0	3,9	-1,5	0,0
Irland	0,8	-1,6	-0,3	0,6
Slowakei	2,8	0,8	2,5	3,0
Luxemburg	2,0	2,4	2,3	2,5
Slowenien	-1,0	0,1	0,6	1,2
Lettland	7,3	5,1	5,5	6,3
Estland	5,9	6,1	6,7	7,1
Zypern	-0,9	-4,6	-3,0	-1,5
Malta	2,1	1,2	1,5	1,6
Euroraum	1,6	1,5	1,8	2,2
Euroraum ohne Deutschland	1,2	1,3	1,2	1,5

Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent).

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

in Deutschland wird aufgrund der robusten Lage am Arbeitsmarkt indes merklich höher ausfallen als in den meisten anderen Ländern des Euroraums. Im kommenden Jahr wird zudem die Einführung des flächendeckenden, gesetzlichen Mindestlohns in Deutschland zu einer weiteren spürbaren Beschleunigung des Lohnanstiegs beitragen. Im Euroraum ohne Deutschland dürften die Löhne angesichts der rückläufigen Arbeitslosigkeit jedoch ebenfalls stärker zunehmen als in diesem Jahr.

Die Arbeitsproduktivität im Euroraum dürfte in diesem und im nächsten Jahr konjunkturbedingt stärker steigen als in den Jahren zuvor (Tabelle 2). Vor diesem Hintergrund nehmen die Lohnstückkosten um 1,0 bzw. 1,3 Prozent zu. Im Euroraum ohne Deutschland werden sie aufgrund der schwächeren Lohnentwicklung weniger stark zulegen.

Tabelle 2:
Arbeitskosten und Produktivität im Euroraum 2012–2015

	2012	2013	2014	2015
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer				
Euroraum	1,6	1,5	1,8	2,2
Euroraum ohne Deutschland	1,2	1,3	1,2	1,5
Arbeitsproduktivität				
Euroraum	0,0	0,3	0,8	0,9
Euroraum ohne Deutschland	0,1	0,4	0,7	0,7
Lohnstückkosten				
Euroraum	1,6	1,2	1,0	1,3
Euroraum ohne Deutschland	1,1	0,9	0,5	0,8

Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent).

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

Finanzpolitik: Konsolidierung kommt zum Stillstand

Im vergangenen Jahr ging das konsolidierte Budgetdefizit des Euroraums trotz konjunkturell widriger Umstände von 3,7 Prozent im Jahr 2012 auf 3,2 Prozent in Relation zur Wirtschaftsleistung zurück. Etwa die Hälfte des Rückgangs ist allerdings auf das Auslaufen von Einmaleffekten zurückzuführen – zu nennen sind hier insbesondere Ausgaben im Zuge der

Umstrukturierung des spanischen Bankensektors, die im Jahr 2012 anfielen.

Die Konsolidierung wird im laufenden Jahr wohl nur noch geringfügig voranschreiten. Größere Konsolidierungsmaßnahmen sind lediglich in Portugal und Irland in Aussicht gestellt. Allerdings dürften in Griechenland nach den derzeit laufenden Verhandlungen mit der Troika aus IWF, EZB und Europäischer Kommission weitere Maßnahmen beschlossen werden. In Frankreich wird sich die strukturelle Haushaltslage wohl ebenfalls merklich verbessern, unter anderem durch die Umsetzung der im Jahr 2010 beschlossenen Rentenreform. Allerdings bleibt die Konsolidierung hinter den von der Europäischen Kommission angemahnten Zielen zurück. In den meisten anderen Ländern des Euroraums, wie z.B. in Italien und in Spanien, sind nur noch geringfügige Verbesserungen des strukturellen Budgets zu erwarten.

Trotz der geringeren Konsolidierungsbemühungen dürfte das Budgetdefizit im laufenden Jahr in einem ähnlichen Umfang sinken wie im Jahr zuvor, was auf die günstigere konjunkturelle Entwicklung und im Einzelfall auf das Wegfallen belastender Sondereffekte zurückzuführen ist. So dürfte das Budgetdefizit in Griechenland besonders deutlich von 13,1 auf 3,0 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt sinken, was allerdings auf dem Wegfall besonderer Ausgaben zur Rekapitalisierung griechischer Banken im Umfang von über 10 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt beruht (Tabelle 3). Eine ähnlich starke Veränderung aus nahezu den gleichen Gründen wird es wohl in Slowenien geben. Der Wegfall von Sondereffekten dürfte auch in Spanien und Portugal die Budgets entlasten, allerdings in einem deutlich geringeren Ausmaß als in den beiden zuvor genannten Ländern. Die Verbesserung der Haushaltslage wird, wie auch in Italien, wohl vor allem der konjunkturellen Erholung geschuldet sein. Insgesamt dürfte im Jahr 2014 das Budgetdefizit im Euroraum 2,5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt betragen. Im Euroraum ohne Deutschland wird es wohl bei 3,6 Prozent liegen.

Im Jahr 2015 dürften die Konsolidierungsbemühungen von einzelnen Ausnahmen abge-

sehen nahezu vollkommen zum Erliegen kommen. Der leichte Rückgang der Defizitquote auf 2,2 Prozent ist dann ausschließlich der konjunkturellen Belebung geschuldet. Für den Euroraum ohne Deutschland rechnen wir mit einem Budgetdefizit von 3,4 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Tabelle 3:
Budgetsaldo des Staates im Euroraum 2012–2015

	2012	2013	2014	2015
Deutschland	0,1	0,0	0,3	0,9
Frankreich	-4,8	-4,3	-4,0	-3,8
Italien	-3,0	-3,0	-2,7	-2,3
Spanien	-10,6	-7,2	-5,9	-5,9
Niederlande	-4,1	-3,1	-2,9	-3,2
Belgien	-4,0	-2,7	-2,6	-2,9
Österreich	-2,5	-1,7	-2,1	-1,7
Griechenland	-9,0	-13,1	-3,0	-1,9
Finnland	-1,8	-2,3	-2,7	-2,3
Portugal	-6,4	-5,8	-3,8	-2,5
Irland	-8,2	-7,3	-4,4	-4,3
Slowakei	-4,5	-2,5	-3,5	-3,4
Luxemburg	-0,6	-0,2	-0,5	-1,5
Slowenien	-3,8	-14,9	-3,9	-3,3
Lettland	-1,3	-1,1	-0,8	-0,8
Estland	-0,2	-0,2	-0,3	-0,5
Zypern	-6,4	-5,3	-5,3	-4,9
Malta	-3,3	-3,0	-2,7	-2,6
Euroraum	-3,7	-3,2	-2,5	-2,2
Euroraum ohne Deutschland	-5,2	-4,4	-3,6	-3,4

Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

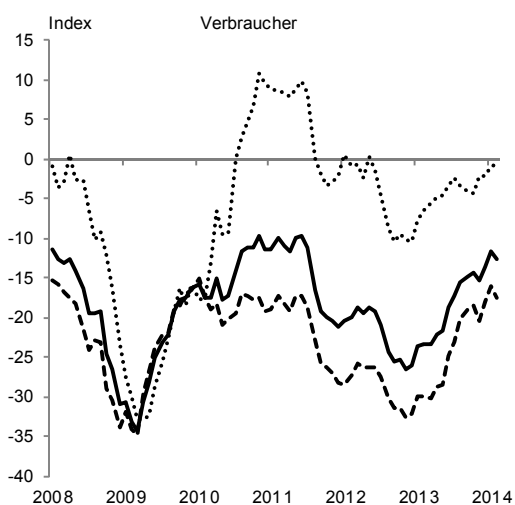
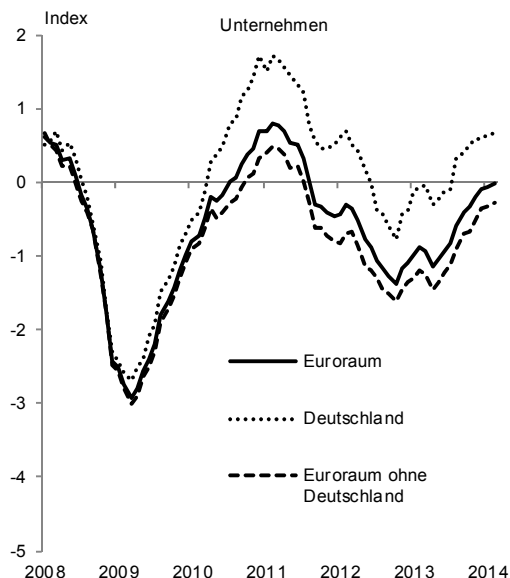
Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; eigene Berechnungen; grau hinterlegt: Prognose des IWF.

Ausblick: Erholung festigt sich zusehends

Im Euroraum dürfte sich die Expansion des Bruttoinlandsprodukts fortsetzen. Dafür spricht, dass sich die Stimmungsindikatoren im Verlauf der vergangenen Monate erneut verbessert haben. Der von uns berechnete Indikator zur Beurteilung der Zuversicht unter den Unternehmen befindet sich erstmals seit dem Jahr 2011 wieder auf dem Niveau seines langfristigen Durchschnitts, und auch die Konsumenten schätzen ihre Lage merklich positiver ein als noch vor einem halben Jahr (Abbildung 10). Der EUROFRAME-Indikator deutet ebenfalls

darauf hin, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion im ersten Halbjahr weiter zulegen wird (Abbildung 11).

Abbildung 10:
Stimmungsindikatoren 2008–2014



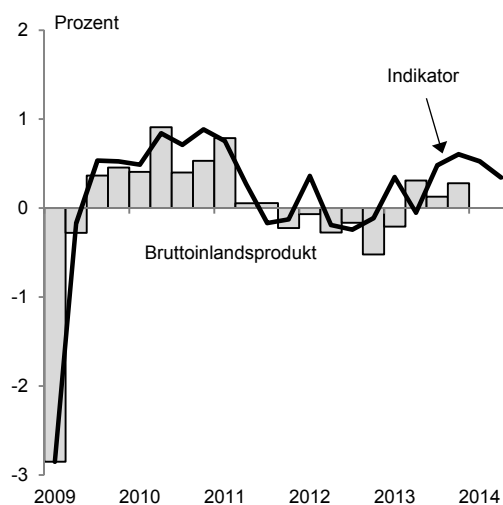
Monatsdaten; saisonbereinigt.

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

Für die Prognose unterstellen wir, dass sich die Unsicherheit über den Fortgang der Staatsschuldenkrise nicht erneut spürbar erhöhen wird. Die Regierungsumbildung in Italien hat bislang nicht zu einem Vertrauensverlust geführt. Darüber hinaus unterstellen wir ein wei-

teres Nachlassen der nationalen Segmentierung im Bankensektor. Der von uns berechnete Finanzmarktstressindikator befindet sich nach wie vor auf einem niedrigen Niveau, so dass von dieser Seite derzeit keine störenden Einflüsse auf die Konjunktur ausgehen.

Abbildung 11:
EUROFRAME-Indikator und Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 2009–2014



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

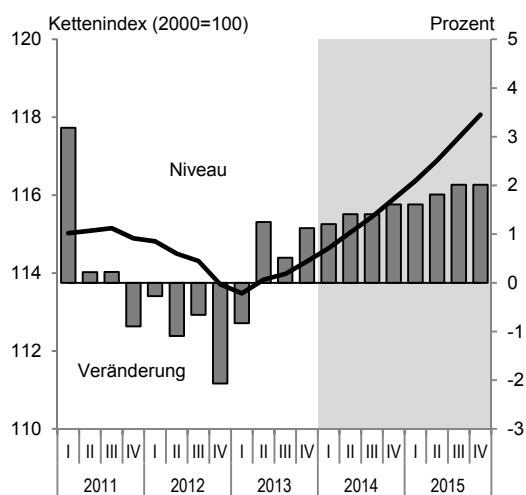
Quelle: Eurostat, *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*; EUROFRAME.

Die Erholung dürfte im Verlauf des Jahres an Breite gewinnen, weil binnenwirtschaftliche Kräfte zusehends zur Expansion beitragen werden. Die Haushalte sind zwar nach wie vor bemüht, ihre Verschuldung zu reduzieren, demgegenüber hat sich die Lage am Arbeitsmarkt im vergangenen halben Jahr stabilisiert und der leicht beschleunigte Anstieg der Löhne dürfte die verfügbaren Einkommen stützen. Zudem werden die Haushalte kaum noch zusätzlich von Seiten der Finanzpolitik belastet. Diese ist im Prognosezeitraum neutral ausgerichtet, weil die Konsolidierungsbemühungen nahezu zum Erliegen gekommen sind. Mit dem weiteren Abklingen der Unsicherheit werden die Unternehmen wohl wieder vermehrt investieren. So dürften bislang zurückgestellte Investitionsprojekte aufgrund der verbesserten Absatzsichten nachgeholt werden. Dazu beitragen

dürfte auch, dass sich die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen dank der nachlassenden Segmentierung der Finanzmärkte weiter verbessern werden. Die Ausfuhren werden die Konjunktur aufgrund der zunehmenden weltwirtschaftlichen Dynamik wohl weiterhin stützen. Mit der allmählichen Belebung der Binnenkonjunktur dürften aber auch die Einfuhren wieder stärker zulegen. Rein rechnerisch wird dies dazu führen, dass der Außenbeitrag im Jahr 2014 nicht mehr in dem Maße zur Expansion des Bruttoinlandsprodukts beitragen wird wie zuvor.

Alles in allem wird das Tempo der Expansion in den kommenden Monaten moderat bleiben (Abbildung 12). Wir erwarten, dass das Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2014 im Euroraum um

Abbildung 12: Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 2011–2015



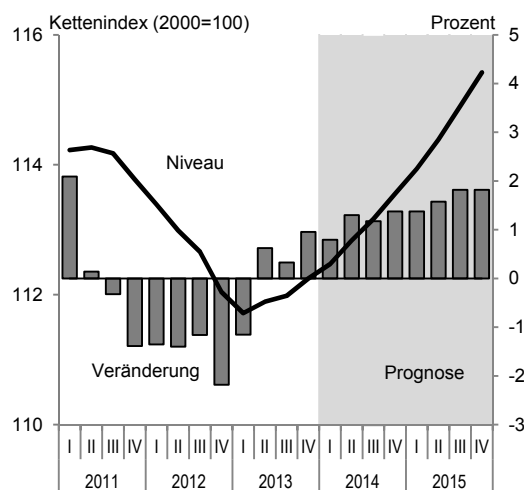
Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate.

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

1,2 Prozent zulegen wird (Tabelle 4). Im Euroraum ohne Deutschland wird die konjunkturelle Dynamik geringer sein (Abbildung 13). Der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts wird in diesem Jahr voraussichtlich 0,9 Prozent betragen (Tabelle 5). Im Jahr 2015 dürfte die Erholung an Tempo gewinnen. Im Euroraum insgesamt dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion um

1,7 Prozent expandieren. Besonders kräftig wird der Anstieg der Produktion wohl in Irland ausfallen (Tabelle 6). Aber auch für die übrigen Krisenländer erwarten wir, dass die umgesetzten Strukturreformen allmählich auch zu einer spürbaren Belebung der wirtschaftlichen Aktivität beitragen. In Portugal und Spanien wird die Wirtschaft in diesem Jahr wohl um 1,3 bzw. 0,8 Prozent expandieren. Schrumpfen dürfte das Bruttoinlandsprodukt erneut in Griechenland, gleichwohl wird die Rezession im Verlauf des Jahres voraussichtlich enden.

Abbildung 13: Bruttoinlandsprodukt im Euroraum ohne Deutschland 2011–2015



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

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

Die Inflationsrate dürfte einige Zeit niedrig bleiben, sich aber gegen Ende des Prognosezeitraums der 2-Prozent-Marke nähern. Zwar dürften die Preissetzungsspielräume der Unternehmen auf Grund der vielerorts unterausgelasteten Produktionskapazitäten weiterhin gering sein. Allerdings wird der Einfluss von Basiseffekten aus Verbrauchsteueränderungen aus dem Vorjahr weitaus geringer sein als in den vergangenen Jahren. Unter der Annahme eines real konstanten Ölpreises rechnen wir für das Jahr 2014 mit einer Teuerungsrate von

Euroraum auf Erholungskurs

1 Prozent. Im übrigen Euroraum dürften die Verbraucherpreise um 0,8 Prozent zulegen.

Mit der zunehmenden wirtschaftlichen Aktivität wird sich die Lage am Arbeitsmarkt allmählich bessern. Für das Jahr 2014 erwarten wir einen leichten Rückgang der Arbeitslosigkeit auf 11,9 Prozent. Im Euroraum ohne Deutschland dürfte die Arbeitslosigkeit zwar auch in diesem Jahr zurückgehen. Der Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion reicht

jedoch noch nicht aus, um für eine deutliche Belebung am Arbeitsmarkt zu sorgen, zumal strukturelle Probleme den Beschäftigungsaufbau hemmen. Im Jahr 2015, wenn die Konjunktur weiter an Fahrt gewinnt, dürfte die Arbeitslosigkeit stärker sinken. Für den Jahresdurchschnitt 2015 erwarten wir, dass 11,5 Prozent der Erwerbspersonen ohne Arbeit sein werden.

Tabelle 4:

Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2013–2015

	2013				2014				2015				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2013	2014	2015
Bruttoinlandsprodukt	-0,8	1,3	0,6	1,1	1,2	1,4	1,4	1,6	1,6	1,8	2,0	2,0	-0,4	1,2	1,7
Inlandsnachfrage	-1,0	-0,3	2,3	-0,5	1,2	1,4	1,5	1,8	1,8	1,9	2,0	2,1	-1,0	1,0	1,8
Privater Verbrauch	-0,3	0,6	0,5	0,6	0,9	1,2	1,4	1,6	1,4	1,4	1,6	1,7	-0,4	0,9	1,5
Staatsverbrauch	1,1	-0,1	1,5	-1,0	0,1	0,6	0,8	0,9	1,3	1,3	1,2	1,2	0,3	0,3	1,1
Anlageinvestitionen	-6,4	0,6	2,3	4,3	2,5	3,2	3,5	4,1	4,5	5,0	5,5	5,9	-2,8	3,0	4,5
Vorratsänderungen	0,2	-0,8	1,1	-1,3	0,2	0,0	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	-0,2
Außenbeitrag	0,1	1,5	-1,5	1,6	0,1	0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,5	0,2	0,0
Exporte	-3,7	9,7	0,1	4,9	4,5	4,7	4,8	5,3	5,7	5,8	6,2	6,2	1,3	4,4	5,5
Importe	-4,4	6,8	3,9	1,6	4,7	4,9	5,4	6,1	6,6	6,6	6,6	6,9	0,1	4,4	6,3

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.

Tabelle 5:

Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum ohne Deutschland 2013–2015

	2013				2014				2015				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	2013	2014	2015
Bruttoinlandsprodukt	-1,2	0,6	0,3	1,0	0,8	1,3	1,2	1,4	1,4	1,6	1,8	1,8	-0,8	0,9	1,5
Inlandsnachfrage	-1,9	-0,9	2,1	0,6	0,3	0,8	1,1	1,4	1,4	1,6	1,7	1,9	-1,5	0,8	1,4
Privater Verbrauch	-0,9	-0,1	0,4	0,9	0,5	0,8	1,0	1,2	1,4	1,4	1,6	1,8	-1,0	0,7	1,3
Staatsverbrauch	1,2	0,4	0,5	-1,3	0,2	0,5	0,8	0,8	1,0	1,0	1,3	1,3	0,1	0,1	0,9
Anlageinvestitionen	-6,8	-1,1	1,1	3,7	2,5	3,0	3,0	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	-3,7	2,5	4,0
Vorratsänderungen	-0,4	-0,8	1,5	-0,3	-0,5	-0,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,2	-0,5	-0,5	-0,3	-0,1	-0,3
Außenbeitrag	0,7	1,5	-1,7	0,4	0,5	0,5	0,2	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,7	0,2	0,1
Exporte	-3,6	9,5	-0,3	2,0	3,0	4,0	4,0	4,5	5,0	5,0	5,5	5,5	1,4	3,2	4,8
Importe	-5,5	6,2	4,2	1,2	2,0	3,0	4,0	5,0	5,5	5,5	5,5	6,0	-0,3	3,0	5,1

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.

Euroraum auf Erholungskurs

Tabelle 6:

Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Ländern des Euroraums 2013–2015

	Gewicht	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote		
		2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Deutschland	28,0	0,4	1,9	2,5	1,6	1,5	2,5	5,3	4,9	4,7
Frankreich	21,4	0,2	1,0	1,5	1,0	1,1	1,4	10,8	10,8	10,5
Italien	16,5	-2,0	0,5	1,0	1,3	0,7	1,2	12,2	12,8	12,6
Spanien	10,8	-1,2	0,8	1,3	1,5	0,2	1,1	26,4	25,6	24,5
Niederlande	6,3	-0,8	1,5	1,6	2,6	0,8	1,6	6,7	7,0	6,8
Belgien	4,0	0,2	1,4	1,7	1,2	1,3	1,6	8,5	8,5	8,4
Österreich	3,2	0,3	1,5	2,1	2,1	1,9	2,0	4,9	4,7	4,4
Griechenland	2,0	-3,7	-1,0	1,0	-0,9	-1,0	0,0	27,4	28,1	27,4
Finnland	2,0	-1,4	-0,2	1,4	2,2	1,5	1,8	8,2	8,3	8,0
Portugal	1,7	-1,4	1,3	1,5	0,4	0,3	0,9	16,5	15,0	14,0
Irland	1,7	0,1	2,8	3,0	0,5	0,5	1,4	13,1	11,1	9,2
Slowakei	0,7	0,9	1,7	3,2	1,5	0,6	1,5	14,2	13,6	13,0
Luxemburg	0,5	2,0	2,1	2,3	1,7	1,7	1,9	5,9	6,1	5,7
Slowenien	0,4	-1,6	1,8	2,2	1,9	0,9	1,3	10,2	10,2	9,8
Lettland	0,2	4,5	4,7	4,8	0,0	1,4	1,8	11,9	10,6	9,5
Estland	0,2	1,2	2,5	3,4	3,2	2,3	3,5	8,8	8,4	7,0
Zypern	0,2	-5,4	-3,5	-1,0	0,4	-1,0	0,0	16,0	18,3	19,5
Malta	0,1	2,0	2,0	2,4	1,0	1,2	1,8	6,5	6,5	6,4
Euroraum	100,0	-0,4	1,2	1,7	1,4	1,0	1,6	12,1	11,9	11,5
Euroraum ohne Deutschland	72,0	-0,8	0,9	1,5	1,3	0,8	1,3	14,5	14,4	13,9

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.

Literatur

EZB (Europäische Zentralbank) (2014). *Monatsbericht*. Februar. Frankfurt am Main.

1894. Kersting, E., und H. Görg (2014). Vertical Integration and Supplier Finance. Kiel, 30 S.
1895. Benček, D., und H. Klodt (2014). Die Legende von der Mietpreisexplosion. Kiel, 20 S.
1896. Calzadilla, A., R. Delzeit und G. Klepper (2014). DART-BIO: Modelling the interplay of food, feed and fuels in a global CGE model. Kiel, 49 S.
1897. Heckenmüller, M., D. Narita und G. Klepper (2014). Global Availability of Phosphorus and Its Implications for Global Food Supply: An Economic Overview. Kiel, 26 S.
1898. Kiesel, K., und M. Wolters (2014). Estimating monetary policy rules when the zero lower bound on nominal interest rates is approached. Kiel, 24 S.
1899. Plödt, M., und C. Reicher (2014). Estimating simple fiscal policy reaction functions for the euro area countries. Kiel, 27 S.
1900. Plödt, M., und C. Reicher (2014). Primary surplus and debt projections based on estimated fiscal reaction functions for euro area countries. Kiel, 27 S.
1901. Acht, M., T. Omar Mahmoud und R. Thiele (2014). Corrupt Governments Receive Less Bilateral Aid: Governance and the Delivery of Foreign Aid through Non-Government Actors. Kiel, 29 S.
1902. Aßmann, C., J. Boysen-Hogrefe und M. Pape (2014). Bayesian Analysis of Dynamic Factor Models: An Ex-Post Approach towards the Rotation Problem. Kiel, 52 S.
1903. Beckmann, J., M. Endrich und R. Schweickert (2014). Government Activity and Economic Growth – One Size Fits All? Kiel, 27 S.
1904. Vaona, A. (2014). The Price-Price Phillips Curve in Small Open Economies and Monetary Unions: Theory and Empirics. Kiel, 46 S.
1905. Lönnqvist, J., M. Verkasalo, G. Walkowitz und P. (2014). Measuring Individual Risk Attitudes in the Lab: Task or Ask? An Empirical Comparison. Kiel, 23 S.
1906. Brown, A., C. Merkl und D. Snower (2014). The Minimum Wage from a Two-Sided Perspective. Kiel, 9 S.
1907. Ahrens, S., und M. Hartmann (2014). State-dependence vs. Time-dependence: An Empirical Multi-Country Investigation of Price Sluggishness. Kiel, 35 S.
1908. Boysen-Hogrefe, J. (2014). Monetary aggregates to improve early output gap estimates in the euro area - an empirical assessment. Kiel, 24 S.
1909. Kohlbrecher, B., C. Merkl und D. Nordmeier (2014). Revisiting the Matching Function. Kiel, 29 S.
1910. Neumayer, E., P. Nunnenkamp und M. Roy (2014). Are Stricter Investment Rules Contagious? Host Country Competition for Foreign Direct Investment through International Agreements. Kiel, 46 S.
1911. Bertram, C., und K. Rehdanz (2014). The role of urban green space for human well-being. Kiel, 31 S.
1912. Petrick, S., und U. Wagner (2014). The Impact of Carbon Trading on Industry: Evidence from German Manufacturing Firms. Kiel, 52 S.

- Nr. 143 *Nils Jannsen und Maik Wolters: **Die Fed in der Sackgasse.*** 25. Juni 2013.
- Nr. 144 *Henning Klodt: **Langzeitschäden der Rettungspakete: Beschädigte Anker.*** 25. Juli 2013.
- Nr. 145 *Michael Stolpe: **Zeit für öffentliche Investitionen: Gesundheitsforschung schafft Wirtschaftswachstum.*** 13. August 2013.
- Nr. 146 *Rolf Langhammer: **Hohe Wechselkurse: Fluch und Segen für Schwellenländer.*** 17. September 2013.
- Nr. 147 *Nils Jannsen: **Ist die Arbeitslosenquote ein guter Anker für die „forward guidance“ der Federal Reserve?*** 23. September 2013.
- Nr. 148 *Nils Jannsen: **US-Fiskalstreit: Same Procedure as Every Year.*** 25. September 2013.
- Nr. 149 *Ulrich Schmidt: **„Voll-Leer“-Tankregelung bei Mietwagen verbieten.*** 8. November 2013.
- Nr. 150 *Klaus Schrader, David Benček und Claus-Friedrich Laaser: **Gesucht: Ein neues Geschäftsmodell für Griechenland.*** 25. November 2013.
- Nr. 151 *Sonja Peterson: **Warum Schiefergas im Boden bleiben sollte.*** 4. Dezember 2013.
- Nr. 152 *Holger Görg: **Die Mär von den bösen deutschen Exporten.*** 11. Dezember 2013.
- Nr. 153 *Henning Klodt: **Baustelle Europa.*** 20. Dezember 2013.
- Nr. 154 *Esther Ademmer, Inna Melnykovska und Rainer Schweickert: **Warum die Freihandelsofferte der EU nicht zieht: Lehren aus dem Debakel von Vilnius.*** 20. Dezember 2013.
- Nr. 155 *Klaus Schrader und Claus-Friedrich Laaser: **Lettland 18. Mitglied der Eurozone: Nicht nur Anlass zum Jubel.*** 7. Januar 2014.
- Nr. 156 *Federico Foders: **Worauf beruht der außenwirtschaftliche Erfolg Deutschlands?*** 14. Januar 2014.
- Nr. 157 *Sonja Peterson: **Das EEG ist nicht das Problem, sondern Teil der Lösung.*** 28. Januar 2014.
- Nr. 158 *Henning Klodt: **Lasst die türkische Lira abwerten.*** 5. Februar 2014.
- Nr. 159 *Stefan Kooths: **„Unsere“ aktive Leistungsbilanz.*** 24. Februar 2014.
- Nr. 160 *Henning Klodt: **Transatlantisches Handelsabkommen: Streitpunkt Investorenschutz.*** 10. März 2014.

- 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.
- 528./529. Deutsche Konjunktur im Herbst 2013
Kiel, Oktober 2013. 47 S. 18 Euro.
- 530./531. Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2013
Kiel, Dezember 2013. 63 S. 18 Euro.
- 532./533. Lettland: Fit für den Euro?
Klaus Schrader und Claus-Friedrich Laaser
Kiel, März 2014. 34 S. 18 Euro.
- 534./535. Weltkonjunktur im Frühjahr 2014
Kiel, April 2014. 46 S. 18 Euro.