ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Döhrn, Roland et al.

Article

Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland: Wieder stärkere Expansion in den Industrieländern

RWI Konjunkturberichte

Provided in Cooperation with:
RWI – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung, Essen

Suggested Citation: Döhrn, Roland et al. (2013) : Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland: Wieder stärkere Expansion in den Industrieländern, RWI Konjunkturberichte, ISSN 1861-6305, Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung (RWI), Essen, Vol. 64, Iss. 3, pp. 5-40

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/91621

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Roland Döhrn, Philipp an de Meulen, Daniela Grozea-Helmenstein, Tobias Kitlinski, Torsten Schmidt, Simeon Vosen und Lina Zwick

Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland: Wieder stärkere Expansion in den Industrieländern[1]

Kurzfassung

*Die internationale Konjunktur hat sich in der ersten Hälfte dieses Jahres nur leicht belebt. Zwar hat sich die Expansion in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften beschleunigt, in den Schwellen- und Transformationsländern verlangsamte sie sich aber weiter. Viele Schwellenländer haben bei internationalen Anlegern an Vertrauen verloren, was zu einer deutlichen Abwertung ihrer Währungen führte. Dazu hat beigetragen, dass in den Industrieländern die Kapitalmarktzinsen auch in Erwartung eines Ausstiegs der amerikanischen Notenbank aus ihrer monetären Lockerung (*Quantitative Easing*) gestiegen sind.*

Im Prognosezeitraum wird sich die Verschiebung in den weltwirtschaftlichen Auftriebskräften voraussichtlich fortsetzen. Zwar dürften die Schwellenländer weiterhin deutlich höhere Zuwachsraten des BIP haben als die fortgeschrittenen Volkswirtschaften, deren Wachstumsbeitrag zur weltwirtschaftlichen Expansion wird sich aber wohl erhöhen.

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften gehen von der Finanzpolitik insgesamt weiterhin dämpfende Wirkungen aus, der Restriktionsgrad der Politik dürfte aber geringer werden. Verbessern dürfte sich die Investitionsbereitschaft der Unternehmen, da die Verunsicherung über die Wirtschaftspolitik geringer geworden ist und nach einer langen Phase der Zurückhaltung die Modernisierung von Anlagen dringlicher geworden sind. Für die Schwellenländer ist zu erwarten, dass die Phase einer deutlichen Verlangsamung der Expansion zu Ende geht und der Zuwachs des BIP wieder etwas stärker wird. Alles in allem dürfte die weltwirtschaftliche Produktion in diesem Jahr um 2,8% und im kommenden um 3,3% steigen.

Die Weltwirtschaft befindet sich derzeit in mehrerlei Hinsicht in einem Übergangsstadium: So strebt China ein geändertes Wachstumsmodell an. Zugleich steht der Euro-

1 *Abgeschlossen am 17.9.2013. Daniela Grozea-Helmenstein ist Mitarbeiterin des Instituts für höhere Studien (IHS) in Wien. Wir danken Lars Schlereth für die Mitarbeit. Kritische Anmerkungen zu früheren Fassungen gaben Katharina Brach, Wim Kösters, Martin Micheli und Sabine Weiler. Für technische Unterstützung danken wir Waltraud Lutze.*

Tabelle 1

Eckwerte zur internationalen Konjunktur

2012 bis 2014; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %

	2012	2013^{P}	2014^{P}
Bruttoinlandsprodukt[1]			
Euro-Raum	-0,6	-0,4	0,9
Großbritannien	0,2	1,3	2,0
USA	2,8	1,7	2,7
Japan	2,0	2,1	1,9
Fortgeschrittene Volkswirtschaften insgesamt	1,3	1,0	1,9
Verbraucherpreise			
Euro-Raum	2,5	1,6	1,5
Großbritannien	2,8	2,6	2,5
USA	2,1	1,7	2,3
Japan	0,0	0,1	1,8
Fortgeschrittene Volkswirtschaften insgesamt	1,9	1,4	1,9
Weltwirtschaftliche Produktion[2]			
In Kaufkraftparitäten	3,0	2,8	3,3
in Markt-Wechselkursen	2,4	2,2	2,8
Welthandel[3]	2,1	2,0	5,3
Rohölpreis (Brent, $/b)[4]	112,0	109,5	113,2
Dollarkurs ($/€)[4]	1,29	1,32	1,32

Eigene Berechnungen nach Angaben der OECD, des IMF, von Eurostat und nationaler Statistikämter. - [P]Prognose. – [1]Real. – [2]Gewichteter Durchschnitt der für diesen Bericht prognostizierten Länder. – [3]Güter, in Preisen und Wechselkursen von 2005. - [4]Jahresdurchschnitte.

Raum vor institutionellen Reformen, die die Währungsunion festigen und weniger krisenanfällig machen sollen. Schließlich rückt der Zeitpunkt näher, an dem die Notenbanken den Ausstieg aus ihrer bisher sehr expansiven Geldpolitik vollziehen müssen. Dass solche Übergänge gelingen ist aber nicht garantiert, und die Gefahr ist äußerst groß, dass dabei Störungen auftreten.

Summary

The global economy has only slightly improved in the first half of this year. Growth has picked up in advanced economies but slowed down in emerging markets. Several emerging economies have lost confidence among investors. Together with signs that the Fed will start scaling back its quantitative easing, this has triggered capital outflows causing substantial currency depreciations in several emerging economies.

International Forecast

2012 - 2014; changes over the previous year, %

	2012	2013[f]	2014[f]
Gross Domestic Product[1]			
Euro area	-0.6	-0.4	0.9
United Kingdom	0.2	1.3	2.0
USA	2.8	1.7	2.7
Japan	2.0	2.1	1.9
Advanced Economies	1.3	1.0	1.9
Consumer Prices			
Euro area	2.5	1.6	1.5
United Kingdom	2.8	2.6	2.5
USA	2.1	1.7	2.3
Japan	0.0	0.1	1.8
Advanced Economies	1.9	1.4	1.9
World Output[2]			
based on Purchasing Power Parities	3.0	2.8	3.3
based on market exchange rates	2.4	2.2	2.8
World trade[3]	2.1	2.0	5.3
Oil price (Brent, $/b)[4]	112.0	109.5	113.2
Exchange rate ($/€)[4]	1.29	1.32	1.32

RWI calculations based on OECD, IMF, Eurostat and national data. – [f]Forecast. – [1]In constant prices. – [2]Weighted average of the countries forecasted in this report. – [3]Goods, in prices and exchange rates of 2005. – [4]Annual averages.

In the near future, GDP growth rates should remain much higher in emerging economies than in advanced countries but the latter are likely to contribute more to global growth. Fiscal stance in the advanced economies will continue to be tight but should become less restrictive. With confidence improving in the corporate sector and investments having been postponed in recent years fixed capital formation can be expected to contribute to growth. In the emerging countries the slowdown underway will be halted and growth will accelerate. Overall, we expect the global economy to grow 2.8% this year and 3.3% next year.

The global economy is changing in many respects. China is pursuing a new growth model. The Euro zone is facing institutional reforms meant to strengthen the currency union and to make it less vulnerable. Finally, central banks will sooner or later have to scale back on their ultra-loose monetary policy. It is not guaranteed that these shifts will go smoothly without causing major disruptions.

1. Überblick

1.1 Nur verhaltene Belebung der internationalen Konjunktur

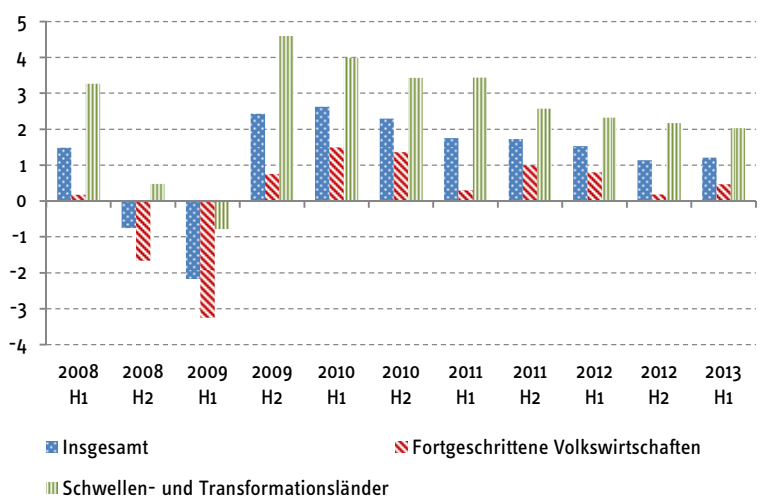
Verlangsamter Produktionsanstieg in den Schwellenländern

Die internationale Konjunktur hat sich in der ersten Hälfte dieses Jahres nur leicht belebt (Schaubild 1) und blieb hinter den vor einem halben Jahr gehegten Erwartungen zurück. Zwar hat sich die Expansion in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften beschleunigt, wenngleich sie im historischen Vergleich immer noch schwach ist. Jedoch verlangsamte sich der Produktionsanstieg in den Schwellen- und Transformationsländern weiter. Die Ursachen hierfür liegen zumeist in der Binnenwirtschaft. In China wurden von offizieller Seite die Wachstumsvorstellungen nach unten geschraubt, da allem Anschein nach das auf Exporten und hohen Investitionen basierende Wirtschaftsmodell an Grenzen stößt. In Indien und Brasilien belasten u.a. eine zunehmende Verunsicherung über die Wirtschaftspolitik und Engpässe

Schaubild 1

Veränderung des Weltsozialprodukts[1]

2008 bis 2013; gegenüber dem vorhergehenden Halbjahr in %



Eigene Berechnungen nach Angaben internationaler Institutionen. - [1]Durchschnitt der Veränderungsrate des realen BIP von 47 Ländern, gewichtet mit dem BIP in Kaufkraftparitäten des jeweiligen Vorjahres. Erstes Halbjahr 2013 teilweise geschätzt.

in der Infrastruktur die Expansion. Zudem haben viele Schwellenländer bei internationalen Anlegern an Vertrauen verloren, was eine deutliche Abwertung ihrer Währungen zur Folge hatte. Dazu hat beigetragen, dass in den Industrieländern die Zinsen langlaufender Staatspapiere zu steigen begonnen haben und in Verbindung mit dem von der amerikanischen Notenbank angekündigten Ausstieg aus dem *Quantitative Easing* weitere Zinssteigerungen erwartet werden. Dies führt dazu, dass Anleger ihre Portfolios umschichten (vgl. Kasten 1).[2]

Kapitalabzug aus Schwellenländern

Durch die Abwertung erhöht sich zwar die preisliche Wettbewerbsfähigkeit vieler Schwellenländer, allerdings könnte sie den Abzug ausländischen Kapitals noch verstärken. Dort, wo Kredite in ausländischer Währung aufgenommen wurden, verteuert sich deren Rückzahlung. Da zumindest manche Länder die Preise für Energie und Grundnahrungsmittel subventionieren, und diese nun aufgrund abwertungsbedingt steigender Einfuhrpreise steigen, belastet die Abwertung auch die öffentlichen Haushalte. Dies hat zur Folge, dass die Notenbanken zahlreicher Länder begonnen haben, sich gegen die Abwertung zu stemmen. Dadurch verschlechtern sich aber die monetären Rahmenbedingungen, was die Nachfrage dämpft. Da zudem die chinesische Nachfrage nach Vorprodukten und Rohstoffen aufgrund des dort wohl dauerhaft schwächeren Wachstums langsamer zunehmen wird als früher, dürfte die Expansion in den Schwellen- und Transformationsländern vorerst weiter gebremst werden.

Internationaler Warenaustausch kaum noch ausgeweitet

Auch in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften macht sich die schwächer wachsende Nachfrage in den Schwellenländern bemerkbar. Dies lässt sich auch daran ablesen, dass der internationale Warenaustausch zuletzt kaum noch ausgeweitet wurde, wie der RWI/ISL-Containerumschlag-Index zeigt (Schaubild 2). Dämpfend dürfte in der nächsten Zeit auch wirken, dass die Beschleunigung im ersten Halbjahr zu einem erheblichen Teil einem fiskalischen Stimulierungsprogramm in Japan zu verdanken war, dessen Wirkungen im Prognosezeitraum aber nachlassen

2 *Ahmed/Zlate (2013) zeigen, dass Kapitalströme in die Schwellenländer wesentlich von Unterschieden im Wirtschaftswachstum und in den Zinsen zwischen fortgeschrittenen Volkswirtschaften und Schwellenländer bestimmt werden. Da die Wachstumserwartungen für Schwellenländer nun nach unten und die für fortgeschrittene Volkswirtschaften nach oben revidiert werden und zugleich ein Zinsanstieg in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften erwartet wird, sind derzeit Kapitalabflüsse aus den Schwellenländern zu erwarten. Rey (2013) geht insofern weiter, als sie eine generell wachsende Abhängigkeit der Kapitalflüsse in die Schwellenländer von der Geldpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften konstatiert, die Ausdruck des enorm gestiegenen Transaktionsvolumens an den internationalen Finanzmärkten ist. Im Ergebnis bedeutet auch dies, dass zu Zeiten der Niedrigzinspolitik insbesondere der amerikanischen Notenbank in hohem Umfang renditesuchendes Kapital in die Schwellenländer strömte, das nun aufgrund der Erwartung steigender Zinsen in den entwickelten Volkswirtschaften wieder abgezogen wird.*

Kasten 1

Extreme Kapitalbewegungen in Krisenzeiten

Die jüngsten Äußerungen der amerikanischen Notenbank haben Erwartungen entstehen lassen, sie könne ihren expansiven Kurs bereits in näherer Zukunft zurücknehmen. Bereits dadurch sind die Renditen an den Kapitalmärkten in den USA aber auch im Euro-Raum angestiegen während es in den Schwellenländern zu massiven Kapitalabflüssen gekommen ist, verbunden mit einer kräftigen Abwertung der heimischen Währungen. Durch die zunehmende Finanzmarktintegration in den vergangenen zehn Jahren haben internationale Kapitalströme beständig an Bedeutung für die Realwirtschaft gewonnen. Insbesondere starke Kapitalzu- und -abflüsse können mit erheblichen realwirtschaftlichen Effekten verbunden sein, sodass ein Verständnis der Ursachen bzw. Auslöser von großer Bedeutung ist.

Ebenso wichtig für das Verständnis ist die Unterscheidung zwischen inländischen und ausländischen Akteuren. Häufig werden in der Literatur die Nettokapitalflüsse – also die Differenz von Zu- und Abflüssen – analysiert. Diese sind zwar aus makroökonomischer Sicht von hoher Bedeutung, verschleiern jedoch die – vor allem in Industrieländern – deutlich stärkeren Schwankungen der Bruttokapitalströme. Grade aber die Analyse der Bruttoströme erlaubt, zwischen der Motivation von inländischen und ausländischen Investoren zu unterscheiden (Calderon, Kubota 2013), und dementsprechend auch unterschiedliche Einflussfaktoren zu identifizieren. Untersucht man extreme Veränderungen von Bruttokapitalströmen mit Hilfe der Methode von Calvo/Izquierdo/Mejia (2004), die in der Literatur Standard zur Identifizierung von Perioden extremer Kapitalveränderungen ist, so kann man vier verschiedene Arten von Perioden identifizieren: ein starker Anstieg (surge)/Rückgang (stop) von Kapitalzuflüssen sowie ein starker Anstieg (flight)/Rückgang (retrenchment) von Kapitalabflüssen.[3]

Das Schaubild stellt diese Phasen für Portfolioinvestitionen[4] *von Deutschland und Griechenland dar, zwei Länder mit sehr unterschiedlichen Entwicklungen während der Finanzkrise.*[5] *Diese hat gezeigt, dass auch Industrieländer nicht von hohen Kapitalabflüssen verschont bleiben. Insbesondere im Euro-Raum bestand die Sorge, dass sogenannte „sudden stops" (starke Kapitalabflüsse) die Existenz der Währungsunion gefährden würden, indem sie die Krisenländer weiter destabilisieren (Merler, Pisani-Ferry 2012).*

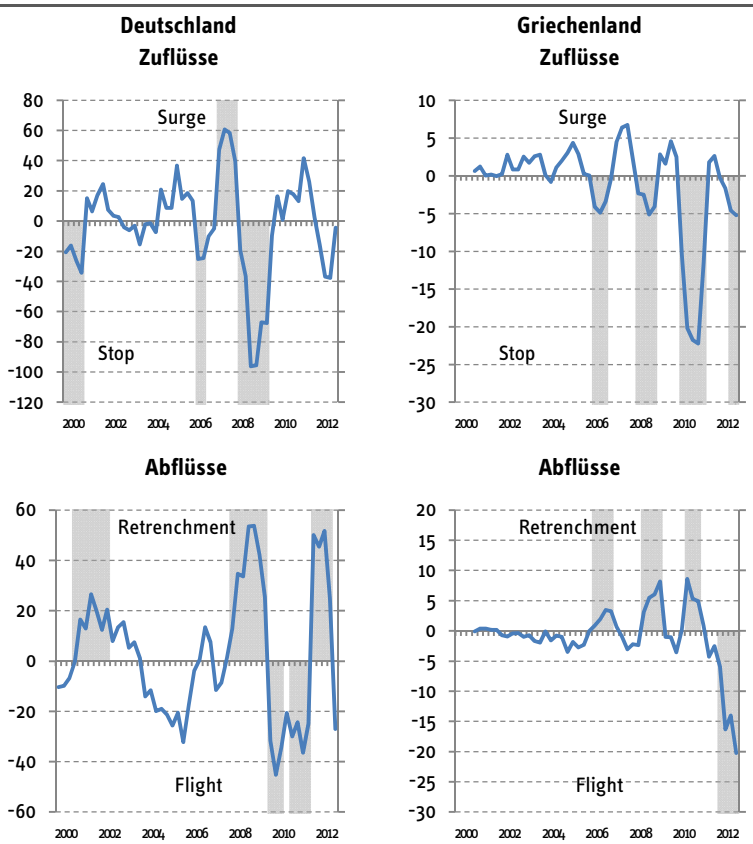
---

3 *Vgl. hierzu Forbes/Warnock (2012) sowie für den Euro-Raum Schmidt/Zwick, forthcoming.*

4 *Neben Portfolioinvestitionen sind Direktinvestitionen, sonstige Investitionen und Finanzderivate Teil der Kapitalbilanz. Sonstige Investitionen werden in der Analyse nicht berücksichtigt, da die TARGET2 Salden sowie die Zahlungen im Rahmen der IWF-/EU-Hilfsprogramme in die Kategorie fallen und möglicherweise zu einer Verzerrung der Ergebnisse führen würden.*

5 *Portfolioinvestitionen waren besonders von der Finanzmarktkrise betroffen, während Direktinvestitionen deutlich weniger beeinflusst worden sind (Forster, Vasardani, Ca´Zorzi. 2011).*

Extreme Kapitalbewegungen in Krisenzeiten
2000-2012; Portfolioinvestitionen, Veränderungen gegenüber dem Vorjahr
in Mrd. $



Eigene Berechnungen nach Angaben des IMF.

Interessant ist, dass sowohl für Griechenland als auch für Deutschland während der Krise ein starker Abzug von ausländischem Kapital (stop) identifiziert werden kann, allerdings zu unterschiedlichen Zeitpunkten: Während er in Deutschland früh, offensichtlich in engem Zusammenhang mit der Lehman-Pleite einsetzte, war Griechenland später betroffen, nachdem es die Euro-Partner um finanzielle Unterstützung gebeten hatte. Gleichzeitig ist aber ebenfalls in beiden Ländern ein Rückfluss

von inländischem Kapital zu erkennen[6], wobei dieser in Deutschland ebenfalls früher einsetzte und auch ausgeprägter war als in Griechenland. Auch in 2012 haben deutsche Investoren offensichtlich wieder vermehrt Geld ins Inland geholt, griechische Investoren haben dagegen im vergangenen Jahr wieder mehr im Ausland investiert.

Anscheinend haben sowohl griechische als auch deutsche Anleger in der Finanz- bzw. Eurokrise ihr Kapital ins Inland zurückgeholt. Dieser so genannte Home Bias kann in einer Vielzahl von Ländern beobachtet werden (Milesi-Feretti, Tille 2011, Broner et al. 2013). Dies dürfte u.a. mit Informationsasymmetrien zusammenhängen: Über inländische Unternehmen haben Investoren mehr Informationen als über ausländische. Dies deutet darauf hin, dass für die gegenwärtig starken internationalen Kapitalbewegungen neben der amerikanischen Geldpolitik auch länderspezifische Faktoren in den Schwellenländern, wie die jüngste Wachstumsverlangsamung und anstehende Strukturreformen von Bedeutung sind. Dem entsprechend können die nationalen Wirtschaftspolitiken in den Anlegerländern solche starken Kapitalbewegungen zumindest reduzieren, indem sie einen verlässlichen Kurs z.B. für Strukturreformen einschlagen und so Wachstumsperspektiven aufzeigen.

dürften. Für eine dennoch fortgesetzte Belebung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften spricht allerdings, dass sich in den USA, im Euro-Raum und in Großbritannien die Erwartung der Unternehmen deutlich verbessert hat, was z.B. am *Purchasing Managers' Index* abzulesen ist (Schaubild 3). Gleichzeitig ist die Unsicherheit über die Wirtschaftspolitik, wie z.B. der *Policy Uncertainty Index* zeigt, im Allgemeinen geringer geworden. Dies dürfte die Investitionstätigkeit der Unternehmen stärken und so zu einer anhaltenden Expansion beitragen.

1.2 Verschiebung in den weltwirtschaftlichen Auftriebskräften

Geringerer Restriktionsgrad der Finanzpolitik in Industrieländern

Im Prognosezeitraum wird sich die zuletzt beobachtete Verschiebung in den weltwirtschaftlichen Auftriebskräften voraussichtlich fortsetzen. Zwar dürften die Schwellenländer weiterhin deutlich höhere Zuwachsraten des BIP realisieren als die fortgeschrittenen Volkswirtschaften, der Wachstumsbeitrag letzterer zur weltwirtschaftlichen Expansion wird sich aber wohl erhöhen.

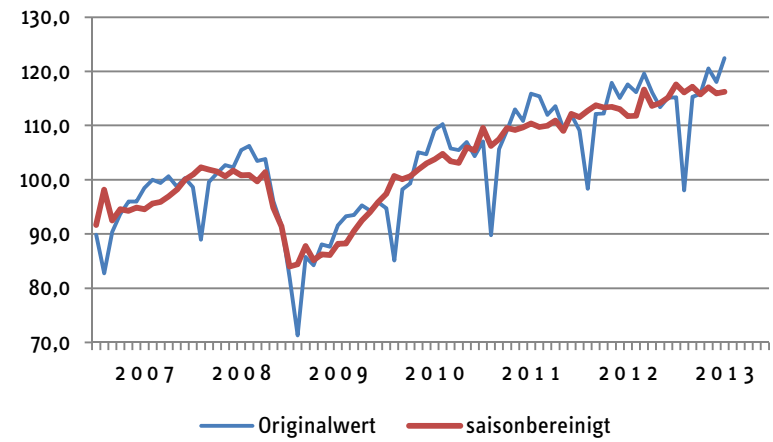
In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften geht von der Finanzpolitik zwar insgesamt weiterhin eine dämpfende Wirkung aus. Der Restriktionsgrad der Politik dürfte jedoch geringer werden – zum einen, weil Konsolidierungsziele erreicht sind, zum

[6] *Positive Kapitalabflüsse: in der Zahlungsbilanz haben Kapitalabflüsse ein negatives Vorzeichen.*

Schaubild 2

RWI/ISL-Containerumschlag-Index

2007 bis 2013; 2008=100

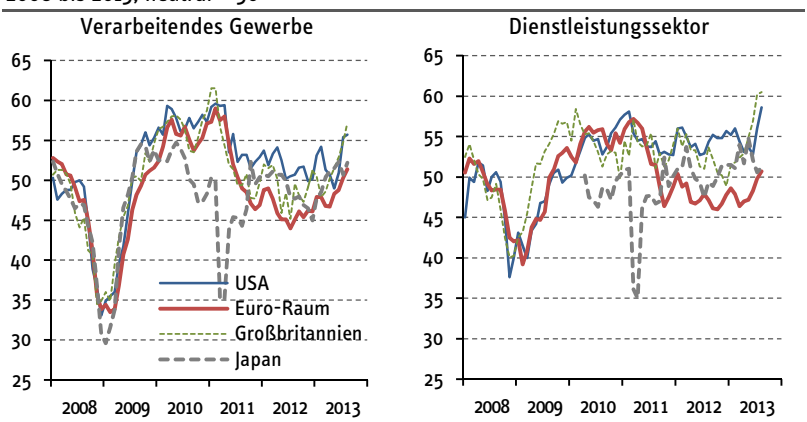


Eigene Berechnungen; Juli 2013: Schnellschätzung. Zur Methode siehe www.rwi-essen.de/containerindex/.

Schaubild 3

Purchasing Managers' Index in ausgewählten fortgeschrittenen Volkswirtschaften

2008 bis 2013; neutral = 50



Nach Angaben von Feri und von Markit.

anderen, weil die nach wie vor erforderliche Konsolidierung zeitlich gestreckt wurde. Nur in Japan zeigt sich ein abweichendes Muster: Auf eine expansive Politik in diesem Jahr dürfte eine restriktivere im kommenden folgen.

Geldpolitik bleibt auf expansivem Kurs

Die Geldpolitik hat in den meisten Ländern angekündigt, zumindest bis weit in den Prognosezeitraum hinein an der derzeitigen expansiv ausgerichteten Politik festzuhalten. Zwar haben Ankündigungen der amerikanischen Notenbank, ihr Aufkaufprogramm für Wertpapiere zurückzuführen, die Zinsen am Kapitalmarkt bereits steigen lassen. Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen haben sich dadurch aber noch nicht verschlechtert, da die Vergabebedingungen gelockert wurden. Positiv auf die Investitionsbereitschaft der Unternehmen dürfte zugleich wirken, dass sich die Verunsicherung über die Wirtschaftspolitik gelegt hat, und dass nach einer langen Phase der Zurückhaltung Investitionen in die Modernisierung von Anlagen dringlicher geworden sind. Steigt dann noch, wie von uns prognostiziert, die Kapazitätsauslastung, stehen die Chancen nicht schlecht, dass ein selbsttragender, wenngleich – aufgrund unverändert bestehender Belastungen – nicht übermäßig kräftiger Aufschwung in Gang kommen wird (Tabelle 2).

Für die Schwellenländer ist zu erwarten, dass die deutliche Verlangsamung der Expansion während des vergangenen Jahres zu Ende geht und der Zuwachs des BIP wieder etwas stärker wird. In China scheint der von der Politik angestrebte Schwenk zu einem flacheren Expansionspfad vollzogen zu sein. Von einer wieder kontinuierlicheren Aufwärtsbewegung dort dürften insbesondere die Länder Ostasiens und Lateinamerikas aufgrund enger Handelsbeziehungen zu China profitieren. Zudem haben viele Länder durch die Abwertung ihrer Währung an preislicher Wettbewerbsfähigkeit gewonnen, was sich teilweise bereits in steigenden Exporten niederschlägt. Eine Rückkehr zu Zuwachsraten, wie man sie im Durchschnitt der vergangenen zehn Jahre beobachtete, ist gleichwohl nicht zu erwarten: Erstens, weil belastende Faktoren wie Defizite in der Infrastruktur weiterbestehen. Zweitens, weil mit der Abwertung der Währungen die Inflation vielerorts zunimmt. Drittens, weil die Geldpolitik oft restriktiver geworden ist, um Kapitalabflüssen entgegenzuwirken.

Nur allmähliche Beschleunigung der Weltwirtschaft

Alles in allem dürfte die weltwirtschaftliche Produktion (gewichtet mit den BIP-Anteilen der Länder in Kaufkraftparitäten) in diesem Jahr um 2,8% und im kommenden um 3,3% steigen. Für den internationalen Warenhandel impliziert dies einen Zuwachs von 2,0% (2013) bzw. 5,3% (2014).

Durch die gegenläufigen Entwicklungen in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften und den Schwellenländern dürfte die Weltkonjunktur auf einen flacheren, aber

Tabelle 2

Bruttoinlandsprodukt ausgewählter Industrieländer im Jahresverlauf

2011 bis 2014; annualisierte Raten gegenüber dem vorhergehenden Halbjahr in %

	2011		2012		2013[p]		2014[p]	
	1. Hj.	2. Hj.	1. Hj.	2. Hj.	1. Hj.	2. Hj.	1. Hj.	2. Hj.
Euro-Raum	2,00	0,00	-0,75	-1,00	-0,50	0,50	1,00	1,50
Großbritannien	0,75	1,25	-0,50	0,75	1,00	2,25	2,00	1,75
USA	0,75	2,75	3,25	1,75	1,25	2,50	2,50	3,00
Japan	-3,50	4,50	2,50	-1,75	3,75	4,00	2,00	-0,25
Insgesamt	0,50	2,00	1,50	0,25	1,00	2,00	1,75	1,75

Eigene Berechnungen nach Angaben nationaler Quellen. – [p]Eigene Prognose.

wohl gleichgewichtigeren und mittelfristig tragfähigen Expansionspfad einschwenken. Aufgrund dieser moderaten Expansion der weltwirtschaftlichen Nachfrage dürften auch die Inflationsraten – zumindest vorläufig – mäßig bleiben.

1.3 Risiken

Die Weltwirtschaft befindet sich derzeit in mehrerlei Hinsicht in einem Übergangsstadium. So strebt China, das in den vergangenen Jahren mehr und mehr zu einem Treiber der internationalen Konjunktur wurde, ein geändertes Wachstumsmodell an. Zugleich steht der Euro-Raum vor institutionellen Reformen, die die Währungsunion festigen und weniger krisenanfällig machen sollen. Schließlich rückt der Zeitpunkt näher, an dem die Notenbanken den Ausstieg aus ihrer bisher sehr expansiven Geldpolitik in Anspruch nehmen müssen. Dass solche Übergänge erfolgreich bewältigt werden ist aber nicht garantiert und die Gefahr von Störungen äußerst groß.

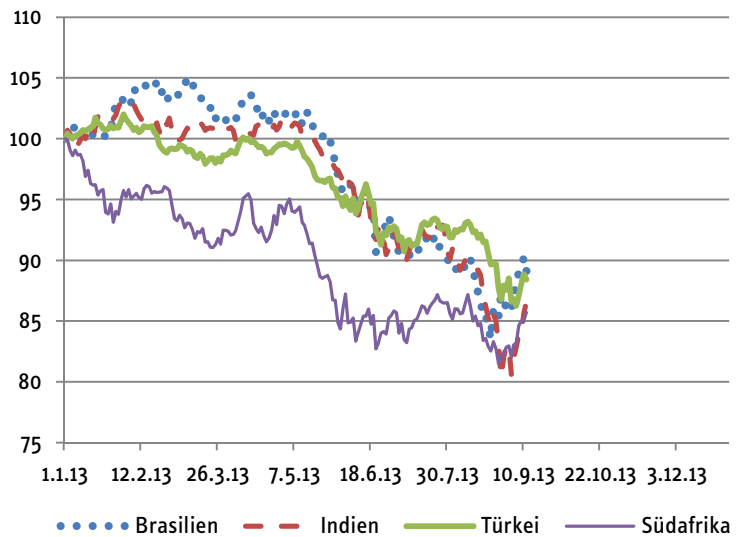
Übergangsphasen bergen hohe Risiken

Solche Probleme bei einem Übergang zwischen Politikregimes wurden in den vergangenen Monaten bei vielen Schwellenländern sichtbar. Diese hatten vor nicht allzu langer Zeit noch hohe Kapitalzuströme, weil die in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften zu erzielenden Renditen gering eingeschätzt wurden. Seit dem Frühjahr dieses Jahres haben sich die Kapitalströme umgekehrt, und die Währungen einiger Schwellenländer sind unter massiven Abwertungsdruck geraten. Dies weckt Erinnerungen an die Asienkrise 1997, als es ebenfalls zu massiven Kapitalabflüssen gekommen war und die Währungen – nachdem die Notenbanken der Länder lange die Wechselkurse verteidigt hatten – dann schlagartig massiv abwerteten.

Schaubild 4

Wechselkurse[1] ausgewählter Schwellenländer gegenüber dem Dollar

2013: 1. Januar 2013 = 100



Eigene Berechnungen nach Angaben von FERI. – [1]Dollar je nationale Währung.

Käme es nun zu einer vergleichbaren Entwicklung, gäbe es einen deutlichen Rückschlag für die Weltwirtschaft, der umso härter treffen würde, als die fortgeschrittenen Volkswirtschaften heute in einer ungünstigeren Ausgangssituation sind als sie zur Zeit der Asienkrise waren.

Asiatische Schwellenländer in besserer Lage als vor Asienkrise

Freilich hat sich die Lage, insbesondere in den asiatischen Schwellenländern, gegenüber der von 1997 deutlich verbessert, was diese krisenresistenter macht (Rogoff 2013). So sind die damals von der Krise betroffenen Länder inzwischen zu weitgehend flexiblen Wechselkursen übergegangen. Auch haben sie ihre Auslandsverschuldung abgebaut, ihre Leistungsbilanzdefizite deutlich verringert – wenn sie nicht gar Überschüsse ausweisen – und ihre Währungsreserven aufgestockt (Tabelle 3). Lediglich bei der öffentlichen Verschuldung und den Budgetdefiziten zeigt sich keine Besserung. Anders sieht die Lage in Ländern wie Brasilien, Indien, Südafrika und der Türkei aus, die hohe Leistungsbilanzdefizite haben und deren Währungen zuletzt beträchtlich abwerteten (Schaubild 4). Die negativen Wirkungen auf die Länder selbst und auf den Rest der Welt halten sich bislang in Grenzen. Es kam

Tabelle 3

Fiskalische und außenwirtschaftliche Kennziffern ausgewählter Schwellen- und Transformationsländer

1996 und 2012; in % des BIP

		Leistungs-bilanzsaldo	Staatsver-schuldung	Haus-haltssaldo	Wäh-rungs-reserven	Auslands-schulden
Indonesien	1996	-3,1	23,9	0,7	8,0	58,3
	2012	-2,8	24,0	-1,8	12,4	25,2
Malaysia	1996	-4,3	35,7	0,7	26,8	41,3
	2012	6,4	55,5	-4,5	45,4	30,7
Philippinen	1996	-4,3	54,7	0,3	12,1	51,1
	2012	2,8	39,5	-2,3	29,4	32,2
Singapur	1996	14,8	69,6	14,8	81,3	302,8
	2012	18,6	111,0	10,5	94,3	78,4
Südkorea	1996	-4,0	8,6	3,2	6,1	26,4
	2012	3,8	33,7	2,1	28,6	36,4
Thailand	1996	-8,1	15,2	0,7	20,7	63,4
	2012	0,1	44,3	-3,6	47,4	21,9
Russland	1997	0,0	54,7	-6,4	3,2	32,2
	2012	3,5	10,9	1,6	24,2	26,4
Nachrichtlich:						
Indien	2012	-4,9	66,8	-5,8[a]	14,7	18,7
Brasilien	2012	-2,4	68,5	-2,5	16,4	20,4

Eigene Berechnungen nach Angaben des IMF, der Weltbank und von Feri. – [a]2011.

zwar zu einer Verlangsamung der Expansion, aber im Gegensatz zur Asienkrise nicht zu einem Einbruch der Wirtschaft. Das Risiko, dass sich die Lage verschärft, besteht aber weiterhin.

2. Die Regionen im Einzelnen

2.1 Aufschwung in den USA festigt sich

Die Produktion in den USA hat sich im Frühjahr deutlich beschleunigt. Insbesondere die privaten Investitionen sind gestiegen, nachdem sie sich im Winterhalbjahr – wohl auch aufgrund der Verunsicherung über den weiteren Kurs der Finanzpolitik

– schwach entwickelt hatten. Insbesondere die Bauinvestitionen wurden kräftig ausgeweitet. Damit dürfte die Rezession im Bausektor, die die Finanzkrise ausgelöst hatte, endgültig überwunden sein. Dafür spricht auch, dass die Immobilienpreise wieder steigen (Schaubild 5). Der damit verbundene Vermögenseffekt sowie die zu Beginn des Jahres beschlossenen Maßnahmen zur Vermeidung des *Fiscal Cliff*, insbesondere die Festschreibung des niedrigeren Steuertarifs, dürften dazu beigetragen haben, dass sich der private Konsum seit Anfang dieses Jahres erholt hat. Auch wenn der befürchtete Einbruch der öffentlichen Nachfrage verhindert wurde, wirkt der staatliche Konsum dämpfend auf das Wachstum. Vom Außenbeitrag gingen keine nennenswerten Impulse aus.

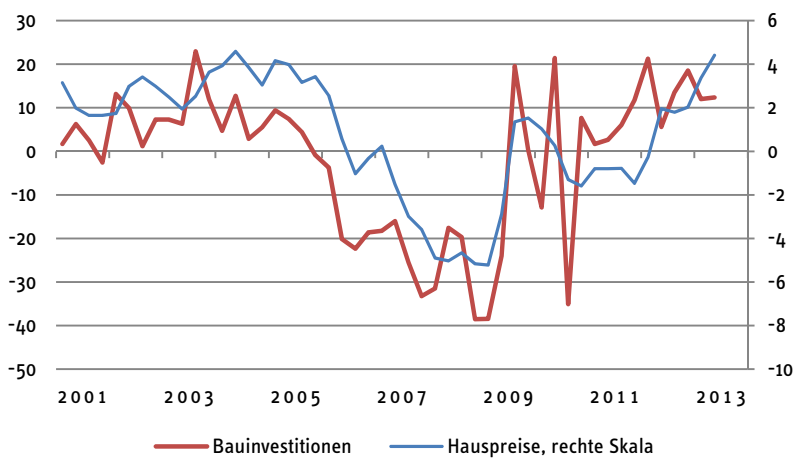
Ende der Baurezession in den USA

Wie in früheren Konjunkturzyklen wird die Erholung auch diesmal von der Binnennachfrage bestimmt, insbesondere die der Privatwirtschaft. Gerade hier gibt es einige Anzeichen, dass sich die Erholung fortsetzen dürfte und sogar weiter verstärken könnte. Der private Konsum wird voraussichtlich von einem weiteren Anstieg der Vermögenspreise profitieren. Zusätzlich schlägt sich die seit Ende vergangenen Jahres zu beobachtende verbesserte Arbeitsmarktlage zunehmend in den verfügbaren Einkommen nieder. Dies zeigt sich bereits in einem verbesserten Index der

Schaubild 5

Hauspreise und Bauinvestitionen in den USA

2001 bis 2013; Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in %



Nach Angaben bei FRED.

Konsumentenstimmung, der inzwischen wieder auf dem gleichen Stand ist wie vor der Finanzkrise und für eine gewachsene Bereitschaft spricht, größere Anschaffungen zu tätigen.

Die bessere Verbraucherstimmung sowie die gewichene Verunsicherung über den weiteren finanzpolitischen Kurs, die sich in einem Rückgang des *Policy Uncertainty Index* widerspiegelt, dürfte die Investitionsbereitschaft der Unternehmen weiter festigen. Zudem scheint sich die Kreditverfügbarkeit für die Unternehmen weiter verbessert zu haben. Lediglich der Anstieg der Kapitalmarkt- und Kreditzinsen könnte die Investitionstätigkeit etwas dämpfen. Da gleichzeitig die Risikoaufschläge zurückgegangen sind, dürfte dieser Effekt aber gering sein.

Die Geldpolitik stützt trotz des leichten Anstiegs der Kapitalmarktzinsen weiterhin die wirtschaftliche Erholung. Nach wie vor hält die amerikanische Notenbank (Fed) an ihrem extrem expansiven geldpolitischen Kurs fest. Daran soll sich auch solange nichts ändern, wie die Arbeitslosenquote über 6,5% liegt und die Inflationsrate mittelfristig unter 2%. Die Preisentwicklung ist gegenwärtig allerdings immer noch moderat. Die Verbraucherpreise stiegen im Juli mit 2% gegenüber dem Vorjahr und die Kernrate war mit 1,7% sogar noch niedriger. Auch die Inflationserwartungen sind stabil (Schaubild 6). Angesichts der Verbesserung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds ist zu erwarten, dass die Fed die Märkte in den kommenden Monaten auf eine Zurückführung des Aufkaufprogramms für Wertpapiere vorbereitet. Dies dürfte den Druck auf die Kapitalmarktzinsen erhöhen, auch wenn der Effekt wohl relativ gering sein wird.

Fed hält an expansivem Kurs fest

Die Finanzpolitik dürfte ihren restriktiven Kurs fortsetzen. Die Belastungen für die konjunkturelle Erholung könnten aber reduziert werden, wenn die Regierung einen klaren und glaubhaften Kurs für die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte festlegen und so die Verunsicherung von privaten Haushalten und Unternehmen reduzieren würde. Zwar wird durch die automatisch in Kraft tretenden Ausgabenkürzungen (*Sequester*) und die kräftig steigenden Einnahmen das Budgetdefizit zurückgeführt; nach Berechnungen des *Congressional Budget Office* (CBO) würde das Budgetdefizit in Relation zum BIP bis 2015 unter 3% sinken (CBO 2013). Da alle Ausgabenkategorien gleichmäßig betroffen wären, könnten zumindest mittelfristig die Wachstumskräfte geschwächt werden, wenn auch Ausgaben für Infrastruktur, Bildung und Forschung gesenkt werden müssten (IMF 2013). Es ist daher zu erwarten, dass die Bemühungen um eine Änderung der Konsolidierungsmaßnahmen anhalten werden.

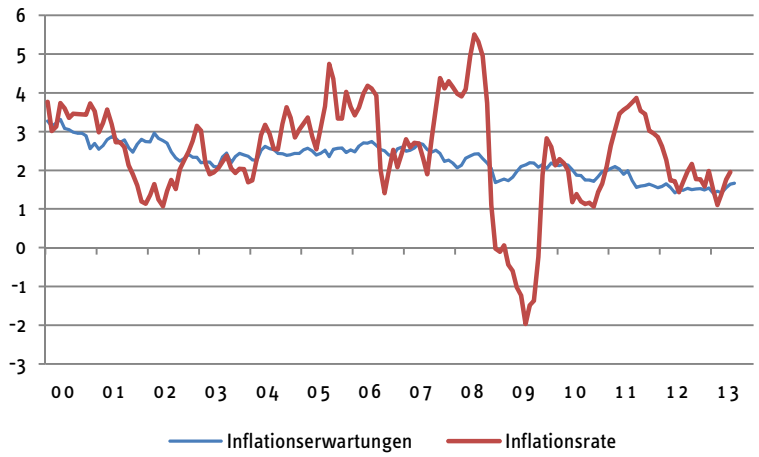
US-Finanzpolitik bleibt restriktiv

Vor diesem Hintergrund ist zu erwarten, dass vor allem die private Nachfrage dazu führt, dass sich der Aufschwung im Prognosezeitraum festigt. Bei zunehmender

Schaubild 6

Inflationsrate und Inflationserwartungen in den USA

2000 bis 2013; in %



Nach Angaben Federal Reserve Bank of Cleveland.

Aufschwung in den USA von privater Nachfrage getragen

Beschäftigung dürfte sich die Ausweitung des privaten Konsums leicht beschleunigen. Die sich verbessernden Absatzaussichten dürften den Anstieg der Investitionen stützen. Dämpfend werden hingegen die voraussichtlich weiter leicht steigenden Kapitalmarktzinsen sowie die Finanzpolitik wirken. Dabei besteht das Risiko, dass die Belastungen von Seiten der Finanzpolitik deutlich zunehmen, wenn politisch keine Einigung über den weiteren Kurs erzielt wird, da bereits im Oktober erneut die Schuldenobergrenze erreicht werden könnte. Von den Exporten sind angesichts eines schwachen internationalen Umfelds keine nennenswerten Impulse zu erwarten, sie sind eher ein Risikofaktor für die Konjunktur in den USA. Vor allem aber hängt die weitere Erholung davon ab, dass der Fed der Ausstieg aus ihrem expansiven Kurses gelingt, ohne Turbulenzen an den Finanzmärkten auszulösen. Unter der Annahme, dass solche Risiken nicht eintreten, dürfte das BIP in den USA in diesem Jahr um 1,7% und im kommenden Jahr um 2,7% zunehmen. Dabei dürfte die Inflationsrate nur leicht von 1,7% in diesem auf 2,3% im kommenden Jahr anziehen.

Tabelle 4

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften

2012 bis 2014

	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise[1]			Arbeitslosenquote[2]		
	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %						in %		
	2012	2013[p]	2014[p]	2012	2013[p]	2014[p]	2012	2013[p]	2014[p]
Deutschland	0,7	0,4	1,9	2,2	1,7	1,8	5,5	5,4	5,3
Frankreich	0,0	0,2	0,8	2,2	1,1	1,6	10,3	11,0	11,2
Italien	-2,4	-1,7	0,4	3,3	1,5	1,4	10,7	12,0	11,9
Spanien	-1,4	-1,3	0,3	2,4	1,8	1,2	25,1	26,3	26,0
Niederlande	-0,9	-1,2	0,7	2,8	2,7	1,6	5,3	6,9	7,5
Belgien	-0,3	0,0	0,9	2,6	1,3	1,4	7,6	8,8	9,2
Österreich	0,9	0,3	1,4	2,6	2,1	1,8	4,4	4,8	4,8
Griechenland	-6,4	-3,9	-0,7	1,0	-0,3	-0,2	24,3	27,7	29,3
Finnland	-0,8	-0,8	0,9	3,2	2,3	2,1	7,7	8,0	7,7
Irland	0,2	-0,6	1,2	1,9	0,8	1,2	14,7	13,7	13,5
Portugal	-3,2	-1,5	0,8	2,8	0,7	1,1	15,9	16,8	16,1
Slowakei	2,0	1,0	2,3	3,7	2,0	2,3	14,0	14,3	14,1
Slowenien	-2,3	-2,1	0,1	2,8	2,2	1,7	8,9	11,1	11,5
Luxemburg	0,3	0,8	1,7	2,9	1,8	1,9	5,0	5,7	5,7
Zypern	-2,4	-9,0	-4,5	3,1	0,9	1,0	11,8	16,7	19,0
Estland	3,2	0,8	1,3	4,2	3,7	3,2	10,1	8,2	7,6
Malta	1,0	1,2	1,5	3,2	1,1	1,5	6,4	6,1	5,7
Euro-Raum[3]	-0,6	-0,4	0,9	2,5	1,5	1,6	11,4	12,1	12,2
Großbritannien	0,2	1,3	2,0	2,8	2,6	2,5	8,0	7,7	7,4
Schweden	3,2	1,2	2,1	0,9	0,4	1,3	8,0	8,0	7,9
Dänemark	1,9	0,3	1,6	2,4	0,9	1,6	7,5	7,0	6,8
EU-15	-0,3	-0,2	1,2	2,5	1,7	1,7	10,7	11,3	11,2
Neue EU-Länder[4]	0,8	1,0	2,2	3,6	1,8	2,4	9,1	9,5	9,4
EU	-0,2	-0,1	1,2	2,6	1,7	1,7	10,4	11,0	10,9
Schweiz	1,0	1,4	1,7	-0,7	-0,2	0,4	4,1	4,2	4,1
Norwegen	3,2	1,9	2,3	0,4	1,9	1,8	3,1	3,5	3,4
Westeuropa[3]	-0,1	0,0	1,3	2,4	1,6	1,7	4,4	4,5	4,4
USA	2,8	1,7	2,7	2,1	1,7	2,3	7,9	7,5	7,0
Japan	2,0	2,1	1,9	0,0	0,1	1,8	4,4	4,1	4,0
Kanada	1,7	1,9	2,4	1,5	1,2	1,8	7,3	7,0	6,9
Insgesamt[3]	1,3	1,0	1,9	1,9	1,4	1,9	6,8	6,5	6,1

Eigene Berechnungen nach Angaben von Eurostat und nationalen Quellen. – [1]Westeuropa (außer Schweiz) harmonisierte Verbraucherpreisindizes. – [2]Standardisiert. – [3]Mit dem Bruttoinlandsprodukt bzw. der Zahl der Erwerbspersonen von 2011 gewogener Durchschnitt der aufgeführten Länder. – [4]Für Details vgl. Tabelle 8. – [p]Eigene Prognose.

2.2 Wirtschaftspolitische Impulse treiben die Konjunktur in Japan

„Abenomics" wecken positive Erwartungen in Japan

Die Produktion in Japan hat zu Jahresbeginn erneut einen deutlichen Schub seitens der Wirtschaftspolitik erhalten. Insbesondere hat die Notenbank die Wertpapierkäufe erneut ausgeweitet, was sich in einem deutlichen Anstieg der Vermögenspreise niedergeschlagen hat. Zudem könnte der massive Einsatz geld- und finanzpolitischer Maßnahmen, die mit dem Begriff „Abenomics" zusammengefasst werden, bei den privaten Haushalten die Erwartung hervorgerufen haben, dass die jüngste Rezession überwunden wird. Jedenfalls nahmen die privaten Konsumausgaben spürbar zu. Die kräftigen geldpolitischen Impulse haben zudem zu einer deutlichen Abwertung des Yen geführt, was zu dem stärkeren Anstieg der Exporte beigetragen haben dürfte. Verbunden mit den finanzpolitischen Maßnahmen war eine Erhöhung der öffentlichen Nachfrage. Lediglich die privaten Investitionen wurden bisher in deutlich geringerem Umfang ausgeweitet, obwohl dies ein zentrales Ziel der neuen wirtschaftspolitischen Maßnahmen ist. Immerhin weist der TANKAN-Bericht von Juni 2013 auf eine verbesserte Stimmung im Verarbeitenden Gewerbe hin.

Verbraucherpreise steigen – Kernrate noch negativ

Das wichtigste Ziel der geldpolitischen Maßnahmen ist, den anhaltenden Rückgang des Preisniveaus zu beenden. Dazu hat die Notenbank neben der Ausweitung der Wertpapierkäufe das Inflationsziel auf 2% angehoben und angekündigt, die expansiven Maßnahmen fortzusetzen, bis die Preissteigerungsraten in die Nähe dieses Ziels angestiegen sind. Die Verbraucherpreise haben sich in den vergangenen zwei Monaten erhöht: im Juli um 0,7% gegenüber dem Vorjahresmonat. Der Rückgang der Kernrate hat sich hingegen nur leicht abgeschwächt. Da sich die Zielmarke der japanischen Notenbank auf einen längeren Zeitraum bezieht, dürfte der gegenwärtige Kurs aber noch einige Zeit fortgesetzt werden.

Auf Seiten der Finanzpolitik bestehen die „Abenomics" aus zwei Maßnahmenbündeln: Im Rahmen der sogenannten „flexiblen Fiskalpolitik" wurden die Maßnahmen zum Wiederaufbau der Infrastruktur und zur Unterstützung der Wirtschaft nach der Tsunami-Katastrophe durch einen Nachtragshaushalt zunächst ausgeweitet. Mittelfristig soll aber durch eine Konsolidierungsstrategie die Tragfähigkeit der Haushalte sichergestellt werden. Zusätzlich sollen im Rahmen einer Wachstumsstrategie Maßnahmen zur Erhöhung des Wirtschaftswachstums durchgeführt werden. Umgesetzt sind bisher allerdings nur Maßnahmen, die die gesamtwirtschaftliche Nachfrage kurzfristig erhöhen. Für den April kommenden Jahres ist aber angekündigt, die Mehrwertsteuer von 5% auf 8% anzuheben.

Angesichts der zeitlichen Verteilung der finanzpolitischen Maßnahmen dürfte die gesamtwirtschaftliche Nachfrage auch im zweiten Halbjahr kräftig ausgeweitet

werden. Zudem sind Vorzieheffekte beim privaten Konsum im Hinblick auf die angekündigte Mehrwertsteuererhöhung zu erwarten.

Im weiteren Verlauf des kommenden Jahres werden die wirtschaftspolitischen Impulse voraussichtlich nachlassen und erste Konsolidierungsmaßnahmen wirken. Insbesondere der private Konsum dürfte sich zunächst deutlich abschwächen. Da sich zudem wohl die Abwertung des Yen nicht fortsetzen wird, sind von dieser Seite keine Impulse für die Exporte zu erwarten. Daraus entstehen für den weiteren konjunkturellen Verlauf erhebliche Risiken, da ein Wegfall der Impulse die Erholung deutlich dämpfen könnte. Es gibt daher bereits Stimmen, die auch für dieses Fiskaljahr einen Nachtragshaushalt fordern, um die expansive Finanzpolitik fortsetzen zu können. Dadurch würde aber die ohnehin hohe Verschuldung noch schneller steigen und sich das Risiko erhöhen, dass die Schulden als nicht mehr tragfähig eingeschätzt werden. Dann könnten die Risikoaufschläge für Staatspapiere steigen.

Impulse der Yen-Abwertung laufen aus

Für eine Festigung des Aufschwungs ist es notwendig, dass sich die Perspektiven für die Unternehmen weiter verbessern, weil nur dann die Investitionen stärker ausgeweitet werden dürften. Dies würde auch zu einer Ausweitung der Beschäftigung und mithin der privaten Einkommen beitragen. Wie die jüngsten Erfahrungen aus den USA gezeigt haben, werden die privaten Investitionen von der Unsicherheit über den weiteren wirtschaftspolitischen Kurs beeinflusst (Baker/Bloom/Davis. 2013). Da im kommenden Jahr ein Schwenk von der expansiven Finanzpolitik zum Abbau der Verschuldung eingeleitet werden muss, dürfte das Investitionsklima erneut belastet werden. Positive Impulse dürften aber von der erwarteten Belebung der internationalen Konjunktur ausgehen, die wohl die Exporte stützen wird. Dies dürfte auch dazu führen, dass sich die Investitionen etwas beleben. Unter diesen Voraussetzungen erwarten wir, dass sich das Expansionstempo des BIP von 2,1% in diesem auf 1,9% im nächsten Jahr im Durchschnitt abschwächen wird. Dabei dürfte der Rückgang der Preise in diesem Jahr auslaufen. Im kommenden Jahr wird eine Inflationsrate von 1,8% erwartet, die aber wesentlich von der Erhöhung der Mehrwertsteuer geprägt sein wird. Der darunterliegende Preisauftrieb dürfte deutlich geringer sein.

2.3 Verhaltene Konjunkturaussichten in den Schwellenländern

In **China** war die wirtschaftliche Expansion auch in den ersten beiden Quartalen dieses Jahres vergleichsweise schwach. Annualisiert legte das BIP im ersten Quartal um lediglich 6,6% und im zweiten Quartal um 7,0% zu; beide Werte liegen deutlich unter dem Durchschnitt der vergangenen Jahrzehnte. Dies dürfte unter anderem daraus folgen, dass die Regierung offensichtlich eine Änderung der Wachstumsstrategie anstrebt: Weg von einem von Investitionen und Exporten getriebenem Wachs-

Dauerhaft schwächere Expansion in China

tum hin zu einer nachhaltigeren, in höherem Maße vom Dienstleistungssektor und den privaten Konsumausgaben getragenen Expansion. Die Regierung hat entsprechend signalisiert, die gegenwärtig im langjährigen Vergleich geringen Wachstumsraten von 7-8% dauerhaft zu tolerieren.

Chinesische Exporte unter Vorjahreswert

Die schwächere Entwicklung ist zum Teil auf einen schwächeren Außenhandel zurückzuführen. So lag der Export im Juni um 3,1% unter dem Wert des Vorjahres. Auch von den privaten Investitionen kamen keine positiven Impulse für die Wirtschaft. Ihr Rückgang wurde jedoch durch eine Ausweitung der staatlichen Investitionen kompensiert. Allerdings verlangsamte sich auch die Zunahme der privaten Konsumausgaben, so dass von einem Wechsel zu einem konsumgetriebenen Wachstum bisher nicht die Rede sein kann.

Aktuelle Indikatoren lassen allerdings auf eine etwas dynamischere Entwicklung im dritten Quartal schließen. So ist die Industrieproduktion im Juli und August wieder beschleunigt gestiegen und der Einkaufsmanagerindex für das Produzierende Gewerbe hat sich im August ebenfalls verbessert. Vor diesem Hintergrund rechnen wir mit einem Zuwachs des BIP um 7,6% sowohl in diesem als auch im nächsten Jahr.

Große wirtschaftliche Probleme in Indien

Indien ist in diesem Jahr in große wirtschaftliche Probleme geraten. Das angekündigte Ende der Niedrigzinspolitik in den USA hat in Indien stärker als in anderen Schwellenländern zu Kapitalabflüssen geführt, weil die Investoren zusätzlich durch die anhaltend hohen Inflationsraten von rund 10%, das hohe Staatsdefizit und das sich rapide ausweitende Leistungsbilanzdefizit verunsichert wurden. Folglich hat die Rupie seit Anfang Mai gegenüber dem Dollar fast ein Viertel ihres Wertes verloren, die Kapitalmarktzinsen sind gleichzeitig um 2,5 Prozentpunkte gestiegen, was die Investitionstätigkeit zusätzlich belastet. Zudem leidet das Land zunehmend unter strukturellen Problemen, die von der Wirtschaftspolitik nicht entschieden angegangen werden (Annunziata 2013). Der Anstieg des BIP hat sich nach dem ohnehin schon schwachen Jahr 2012 nochmals verlangsamt; zuletzt stagnierte die Produktion nahezu.

Die indische Zentralbank hat kurzfristig am Devisenmarkt interveniert, um dem Wechselkursverfall durch Dollarverkäufe entgegenzuwirken. Mitte Juli hat sie zudem zur Stützung der Rupie zusätzlich die Liquidität verknappt. Dies konnte sie angesichts des verlangsamten Wachstums aber nicht lange durchhalten. Dem aus der gesunkenen realwirtschaftlichen Aktivität resultierenden gesunkenen Inflationsdruck stehen preistreibende Effekte der im Zuge der Abwertung gestiegenen Importpreise gegenüber. Per saldo hat sich die Inflationsrate wenig verändert.

Tabelle 5

Reales BIP in ausgewählten Schwellen- und Transformationsländern

2009 bis 2014, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %

	2009	2010	2011	2012	2013p	2014p
Ostasien[1]	0,4	7,8	4,4	3,8	3,9	4,5
Hongkong	-2,5	6,8	4,9	1,5	3,1	3,9
Indonesien	4,6	6,3	6,5	6,2	5,7	6,0
Korea	0,3	6,4	3,7	2,1	2,7	3,5
Malaysia	-1,5	7,4	5,2	5,6	4,7	5,2
Philippinen	1,1	7,7	3,6	6,8	6,5	5,9
Singapur	-0,7	14,9	5,3	1,3	2,4	3,7
Taiwan	-1,8	10,9	4,2	1,3	2,6	3,7
Thailand	-2,3	7,9	0,2	6,8	4,4	5,0
Indien[2]	4,1	10,5	6,4	3,2	4,4	5,0
China	9,1	10,4	9,3	7,8	7,6	7,6
Lateinamerika[1]	-1,5	6,9	4,1	2,1	2,8	3,3
Argentinien	0,9	9,1	8,9	2,0	3,9	2,8
Brasilien	-0,3	7,6	2,8	0,9	2,6	2,9
Chile	-1,1	5,7	6,7	5,4	4,4	4,6
Mexiko	-4,7	5,1	4,0	3,8	2,5	3,8
Russland	-7,8	4,5	4,3	3,5	2,0	3,0
Aufgeführte Länder[3]	1,7	8,2	6,2	4,7	4,6	5,1

Eigene Berechnungen nach nationalen Angaben und Schätzungen von Project Link. – [1]Summe der aufgeführten Länder, gewichtet mit dem BIP 2012 in $. – [2]Werte für das Fiskaljahr (April – März). – [3]Gewichtet mit den Anteilen am deutschen Export 2012. – [p]Eigene Prognose.

Angesichts der beschränkten Möglichkeiten von Regierung und Zentralbank, die schwächelnde Wirtschaft zu stützen, und der ungelösten strukturellen Probleme dürfte das Wirtschaftswachstum im Prognosezeitraum gedämpft bleiben. Impulse gehen vom Export aus, der durch die schwächere Notierung der Rupie gestützt wird, was sich bereits in den Ausfuhren vom Juli andeutet. Auch sprechen die neuesten Zahlen dafür, dass sich der Kapitalabfluss nicht in größerem Umfang fortsetzt. Von daher rechnen wir für dieses Jahr mit einer BIP-Wachstumsrate von 4,4% und für 2014 wieder mit einer leichten Beschleunigung auf 5%.

Ostasien leidet unter schwächerer Nachfrage aus China

In vielen Ländern **Ostasiens** stabilisierte sich nach einer Abschwächung im vergangenen Jahr die Expansion in der ersten Hälfte dieses Jahres. Im zweiten Quartal verzeichneten die meisten Länder höhere Zuwachsraten als im ersten, wenn diese auch nach wie vor deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt liegen. Gerade den exportabhängigen Ländern macht das schwächere Wachstum Chinas zu schaffen.

Die Binnenwirtschaft zeigt sich zumeist zwar robust, allerdings hat die erwartete monetäre Verknappung durch die Fed auch in Ostasien zu Kapitalabflüssen geführt, wenn auch nicht in gleichem Maße wie in Indien. Gleichwohl werteten die Währungen Singapurs, der Philippinen, Thailands, Malaysias und vor allem Indonesiens teilweise deutlich ab. Um den Wechselkurs zu stabilisieren, haben einige Länder ihren Leitzins erhöht oder von erwarteten Zinssenkungen abgesehen. In Indonesien hat sich zudem das Handelsdefizit vergrößert und die Inflation liegt bei nunmehr knapp 9%.

Anziehende Exporte und die leicht verbesserten Konjunkturaussichten für China und andere Abnehmerländer lassen für den Prognosezeitraum eine wieder etwas kräftigere Entwicklung erwarten, zumal die Binnennachfrage stabil bleiben dürfte. Für das laufende Jahr ist in der Region mit einem Zuwachs des BIP um 3,9% zu rechnen. Für 2014 erwarten wir eine Steigerung um 4,5%.

Lateinamerika von Kapitalabflüssen betroffen

In **Lateinamerika** ist die konjunkturelle Lage in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich. In Argentinien und Brasilien war im vergangenen Jahr ein regelrechter Wachstumseinbruch zu verzeichnen, der maßgeblich durch die geringere Nachfrage aus Europa und China verursacht war. Im zweiten Quartal dieses Jahres hatten beide Länder allerdings überraschend hohe Zuwachsraten. Maßgeblich hierfür waren gute Erträge in der Landwirtschaft und erneut kräftigere Exporte. In Chile und Mexiko hingegen, wo die Expansion im vergangenen Jahr recht stabil war, blieb die Dynamik in diesem Jahr bislang eher verhalten. Auch in Lateinamerika macht sich der Abzug von Kapital aufgrund der Erwartung höherer Zinsen in den USA bemerkbar. Insbesondere in Brasilien und Argentinien haben die Währungen stark abgewertet, was die Inflation antreibt und dadurch die Konsumnachfrage drückt. Zwar verbesserte die Abwertung zugleich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit, was die Exporte begünstigt, insgesamt bleibt der Ausblick für die lateinamerikanischen Länder jedoch verhalten. Auf Grund der hohen Inflation sind weitere Anhebungen der Leitzinsen zu erwarten, was negativ auf die Investitionstätigkeit durchschlagen dürfte. Wir erwarten in diesem Jahr einen Zuwachs des BIP von 2,8%, der sich im nächsten Jahr nur leicht auf 3,3% erhöhen dürfte.

Nochmals schwächere Konjunktur in Russland

Die Konjunktur in **Russland** hat sich nach der ohnehin schon moderaten Entwicklung im Vorjahr in der ersten Jahreshälfte 2013 weiter verlangsamt. Das BIP lag lediglich um 1,4% über dem Vorjahreswert. Die niedrige Rate ist in erster Linie Ausdruck einer schwächeren Rohstoffnachfrage aus dem Ausland. Die Exporte legten dadurch in der ersten Jahreshälfte real lediglich um 3% zu. Zudem sanken die Ölpreise und die dadurch verschlechterte Erlössituation in der Erdölindustrie führte zu rückläufigen Anlageinvestitionen. Zugleich wurden die Lagerbestände abgebaut. Infolge einer stabilen Beschäftigungsentwicklung – die Arbeitslosenquote

betrug im Juni lediglich 5,4% – und steigender Realeinkommen nahm der private Konsum moderat zu. Allerdings stagnierten die Einfuhren wegen der schwächeren Nachfrage nach Investitionsgütern.

Während der ersten Jahreshälfte verharrte die Inflation über dem Ziel der Zentralbank. Sie lag im Juni bei 6,9%. Neben der Erhöhung einiger staatlich festgesetzter Preise war hierfür der Anstieg der Nahrungsmittelpreise ausschlaggebend. Eine überdurchschnittliche Ernte lässt allerdings einen schwächeren Preisauftrieb in der zweiten Jahreshälfte erwarten. Im Juli verringerte sich die Inflationsrate aufgrund des Basiseffekts bereits leicht auf 6,5%. Der Leitzins steht seit September 2012 unverändert bei 8,25%. Die verhaltenen Konjunkturaussichten und der abnehmende Preisauftrieb sprechen für eine Lockerung der Geldpolitik. An den Finanzmärkten besteht die Erwartung eines kleinen Zinssenkungsschritts bis Ende dieses Jahres.

In der zweiten Jahreshälfte dürfte sich die Expansion in Russland beschleunigen. Dafür sprechen eine überdurchschnittliche Ernte – der Beitrag der Landwirtschaft zum BIP beträgt 4% –, die schwächere Inflation, die die Kaufkraft stärken dürfte, und die Abwertung des Rubel, die – wenn auch in Grenzen – die Exporte begünstigen und den Importanstieg dämpfen dürfte. Dennoch ist zu erwarten, dass das BIP im Prognosezeitraum langsamer als das Produktionspotenzial wachsen wird, dessen Zunahme die OECD (2012) auf 3,6% schätzt. Nach wie vor hängt die russische Wirtschaft stark vom Energiesektor ab. Hier sind die Förderkapazitäten aber begrenzt. Wachstumsmotor dürfte zwar der private Konsum bleiben, allerdings war dessen Expansion bisher zu einem guten Teil durch Kredite finanziert, weshalb sich nun der Anteil notleidender Kredite stark erhöht hat. Wachstumstreibend wirken zum einen die Anlageinvestitionen des Staates in die Verkehrs- und die sport- und tourismusbezogene Infrastruktur, zum anderen der Zustrom ausländischer Direktinvestitionen, die sich im ersten Quartal im Vorjahresvergleich beinahe verdoppelten. Davon machten die Direktinvestitionen in der Industrie über 40% aus.

Expansion in Russland weiterhin unter Potenzialwachstum

Alles in allem dürfte die Zunahme des russischen BIP hinter der vergangener Jahre zurückbleiben. Wir erwarten einen Anstieg um 2,0% in diesem und um 3,0% im kommenden Jahr.

2.4 Euro-Raum hat Talsohle durchschritten

Nach sechs negativen Quartalen hat sich die Wirtschaftsleistung im Euro-Raum im Frühjahr um 0,3% erhöht. Seitens der Inlandsnachfrage trugen dazu die privaten Konsumausgaben, der Staatsverbrauch und die Bruttoanlageinvestitionen in etwa gleichem Maße bei. Die private Nachfrage profitierte von der verbesserten Lage an den Arbeitsmärkten; die Zahl der Arbeitslosen sank erstmals wieder seit dem Früh-

jahr 2011. Zudem dürfte die geringere Inflation die Kaufkraft gestärkt haben. Die gestiegene private Nachfrage wie auch die seit dem Frühjahr gesunkene Unsicherheit über die Wirtschaftspolitik[7] haben wohl auch dazu geführt, dass sich die Investitionstätigkeit der Unternehmen erhöht hat. Da es aber vor allem in den exportorientierten Ländern zu gestiegenen Bruttoanlageinvestitionen kam, dürfte sich auch die verbesserte Konjunktur in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften außerhalb des Euro-Raums positiv ausgewirkt haben. In dieses Bild passt, dass von den Exporten mit 0,7% ein kräftiger Wachstumsbeitrag ausging. Da allerdings auch die Importe in ähnlichem Umfang expandierten, belief sich der Wachstumsbeitrag der Außenwirtschaft auf 0,1%.

BIP im Euro-Raum erstmals seit sechs Quartalen gestiegen

Für die einzelnen Länder ist das Bild weiterhin uneinheitlich. Deutschland und Frankreich hatten zuletzt kräftige Zuwachsraten, während die Wirtschaftsleistung im übrigen Euro-Raum erneut schrumpfte. Unter den Krisenländern verzeichnete Portugal erstmals seit dem dritten Quartal 2010 wieder einen Zuwachs des BIP, in Griechenland und Zypern hingegen setzte sich die Rezession fort. In den großen Volkswirtschaften Frankreich, Italien und Spanien stellt sich die konjunkturelle Lage wie folgt dar:

- In Frankreich expandierte das BIP nach zwei negativen Quartalen kräftig. Zwar ist die Arbeitslosigkeit im Frühjahr wieder gestiegen. Allerdings erhöhte sich die Zahl der Erwerbstätigen weiter. Da sich zudem die Inflationsrate zwischen August 2012 und Juli 2013 von 2,4% auf 1,2% halbierte, sanken die real verfügbaren Einkommen nicht weiter, und die privaten Konsumausgaben expandierten um 0,4%. Der geringere Preisanstieg hat aber bislang nicht zu einer spürbaren Lohnmoderation geführt. Dies belastet die Gewinne der Unternehmen. Die Investitionen blieben rückläufig, zumal auch die Gewinnaussichten durch angekündigte Steuererhöhungen, durch die Unternehmen mit 10 Mrd. Euro belastet werden sollen, getrübt sind. Mit Blick auf die Außenwirtschaft ist das Bild rosiger. Im Frühjahr trugen die Ausfuhren mit 0,5% kräftig zur Expansion bei.

Wachsender Konsumausgaben – rückläufige Investitionen in Frankreich

- In Italien verlangsamte sich der Abschwung. Einzig der private Konsum schrumpfte weiter kräftig. Dämpfend dürfte vor allem die im Frühjahr auf über 12% gestiegene Arbeitslosenquote gewirkt haben, während sich der drastische Rückgang der Inflationsrate seit Jahresbeginn positiv auf die real verfügbaren Einkommen ausgewirkt hat. Die niedrigere Teuerung hat sich in

7 *So hat sich der* Policy Uncertainty Index *für Europa von 174 Indexpunkten im März auf zuletzt 123 im August vermindert. Zur Berechnung des* Policy Uncertainty Index *vgl. Baker/Bloom/Davis (2013b). Einer Regressionsschätzung der Europäischen Kommission zu Folge haben ökonomische und politische Unsicherheit einen signifikant negativen Einfluss auf die Investitionstätigkeit im Euro-Raum (EC 2013).*

einer deutlich verbesserten Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft niedergeschlagen. In der Folge haben die Exporte spürbar zugenommen, während die Importe erneut rückläufig waren. Bessere Absatzaussichten im Ausland haben wohl dazu beigetragen, dass die Ausrüstungsinvestitionen erstmals seit zwei Jahren wieder ausgeweitet wurden, was angesichts der schwachen Konsumnachfrage und der Unsicherheit über den wirtschaftspolitischen Kurs der Regierung bemerkenswert ist.

- In Spanien hat sich der Rückgang des BIP im zweiten Quartal auf -0,1% verlangsamt. Nach wie vor belasten Konsolidierungsanstrengungen der privaten Haushalte, deren Wachstumsbeitrag -0,4% betrug, die Inlandsnachfrage. Belastend wirkte dabei auch, dass die Teuerung wieder anzog und die Beschäftigung bis zuletzt weiter sank. Die Unternehmen sind nach wie vor bestrebt, Überkapazitäten im Bau-, Immobilien- und Finanzsektor abzubauen. Die Bruttoanlageinvestitionen hatten mit einem Wachstumsbeitrag von -0,4% erneut maßgeblichen Anteil am Rückgang des BIP, auch weil aufgrund umfangreicher fauler Kredite die Kreditvergabe klemmt. Im Gegensatz zur kriselnden Inlandsnachfrage sind die Exporte zuletzt so kräftig gestiegen wie noch nie seit Einführung des Euro. Hier zahlt sich die Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit aus. Die Lohnstückkosten sind in den vergangenen zwei Jahren um 7% gesunken. Die Exportwirtschaft dürfte aber auch von der insgesamt wieder höheren Nachfrage aus dem Euro-Raum profitiert haben. Allerdings konnten spanische Exporteure allem Anschein nach auch Marktanteile gewinnen, da das Welthandelsvolumen nur verhalten expandierte.

Produktionsrückgang in Spanien verlangsamt sich

In den Krisenländern verbesserte sich überall der Außenbeitrag, was dafür spricht, dass der Abbau der Ungleichgewichte im Handel zwischen den Ländern des Euro-Raums in Gang gekommen ist (Abbildung 7). Bemerkenswert ist, dass nicht allein die Importe rückläufig sind – was in Anbetracht der Schwäche der Inlandsnachfrage nicht überrascht – sondern dass sich trotz des ungünstigen außenwirtschaftlichen Umfelds auch die Exporte verbessern. Dies weist darauf hin, dass sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Länder verbessert hat.

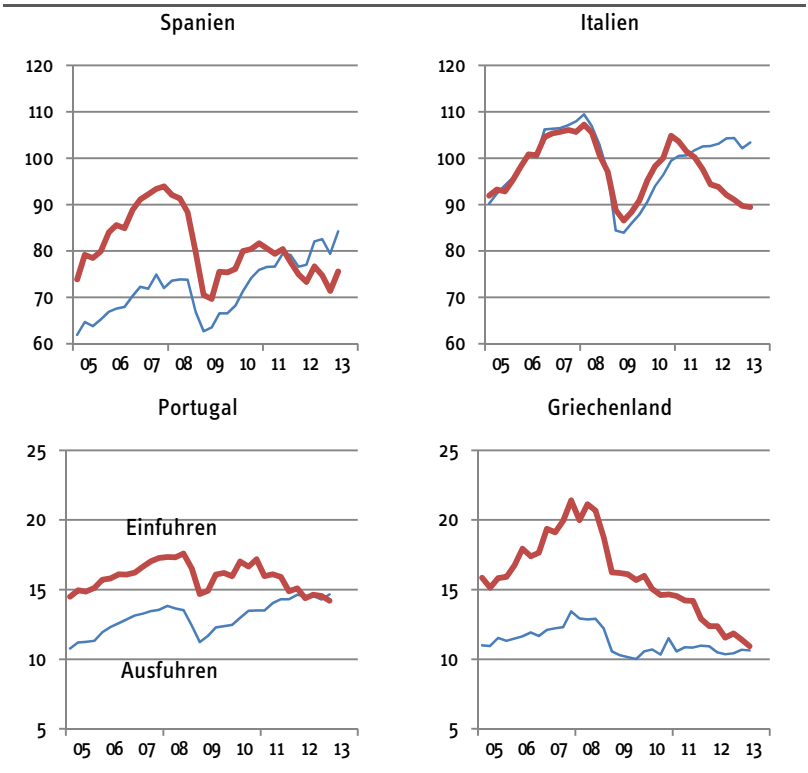
Indikatoren zeichnen uneinheitliches Bild

Da in einzelnen Ländern viele Probleme fortbestehen, dürfte sich im Euro-Raum insgesamt die im Frühjahr eingesetzte Belebung der Konjunktur vorerst nur gedämpft fortsetzen. Die Indikatoren zeichnen dabei ein uneinheitliches Bild. Auf der einen Seite haben sich der *Purchasing Managers' Index* und der *Economic Sentiment Indicator* zwischen April und August 2013 deutlich verbessert; auch der Konsumklimaindex und der Geschäftsklimaindex der OECD erreichten zuletzt wieder Normalniveau. Auf der anderen Seite geben die realwirtschaftlichen Indikatoren weniger Anlass zur Euphorie. Die Bauproduktion konnte zwar allem Anschein nach den

Schaubild 7

Einfuhren und Ausfuhren der Krisenländer des Euro-Raums

2005 bis 2013; Verkettete Volumenindizes in Mrd. €, Preisbasis 2005=100 €



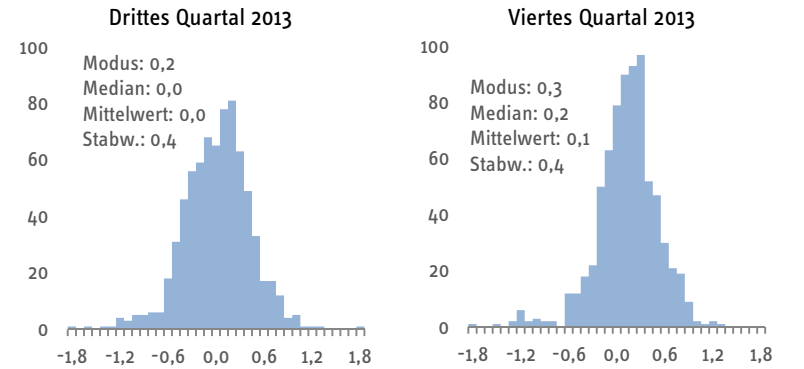
Nach Angaben von EUROSTAT.

seit 2007 andauernden Abwärtstrend stoppen, sie liegt aber noch deutlich unter ihrem langfristigen Durchschnitt. Die Industrieproduktion war seit November 2012 zwar leicht aufwärts gerichtet, ist im Juli aber deutlich gesunken und erreichte ihren Jahrestiefststand. Das vom RWI verwendete auf der kanonischen Diskriminanzanalyse basierende Verfahren zur Abgrenzung der Auf- und Abschwungphasen im Euro-Raum (Döhrn et al. 2012: 27-30) klassifiziert einige der jüngsten Monate wieder als Aufschwungphase. Allerdings ist dies nur eine vorläufige Einschätzung, da sie auf zum Teil geschätzten Daten beruht und Datenrevisionen das Ergebnis beeinflussen können.

Schaubild 8

Kurzfristschätzung der Zuwachsrate des BIP im Euro-Raum

Verteilung der Prognosen der Vorquartalsveränderung



Eigene Berechnungen.

Für eine gedämpfte Expansion spricht allerdings auch unsere Kurzfristschätzung. Das auf 134 Indikatoren basierende System von Brückengleichungen lässt für das dritte Quartal einen äußerst geringen Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion erwarten; für das vierte Quartal ermittelt es einen etwas stärkeren Anstieg von 0,1% (Schaubild 8).[8] Dass die Lage noch fragil ist, zeigt sich allerdings darin, dass 45% der Einzelmodelle für das dritte Quartal und 31% der Modelle für das vierte Quartal eine rückläufige gesamtwirtschaftliche Produktion prognostizieren.

Leichter Anstieg des BIP in der zweiten Jahreshälfte

Auf den Arbeitsmärkten des Euro-Raums hat sich die Lage zuletzt stabilisiert. Die Zahl der Beschäftigten, die zwischen Januar 2012 und März 2013 um schätzungsweise 1,3 Mio. abgenommen haben dürfte, hat sich seitdem wohl nicht weiter reduziert. Entsprechend blieb die Arbeitslosenquote zwischen März und Juli 2013 stabil bei 12,1%. Dies gilt aber nicht für alle Mitgliedsländer. So hat sich der rapide Anstieg der Arbeitslosigkeit in Griechenland und Zypern bis zuletzt nicht verlangsamt. Deutlich niedriger als in den Krisenländern, aber weiterhin steigend sind die Arbeitslosenquoten in den Benelux-Ländern, in denen die Konjunktur nach wie vor schwach ist. Allerdings täuscht der Rückgang der Arbeitslosenquoten in einigen Ländern über die Lage am Arbeitsmarkt. So hat sich in Portugal zwar die Arbeitslosenquote seit Januar 2013 um mehr als einen Prozentpunkt auf 16,5% im Juli

Große Unterschiede an den Arbeitsmärkten bleiben

[8] *Wie in Döhrn et al. (2013) beschrieben, werden auf Basis einer Vielzahl monatlich verfügbarer Indikatoren zahlreiche Brückengleichungen erstellt und mit deren Hilfe Prognosen der Veränderungsrate des saisonbereinigten BIP im laufenden und im nächsten Quartal erstellt. Schaubild 8 stellt die Verteilung aller Prognosen dar.*

Tabelle 6

Gesamtstaatliche Budgetsalden im Euro-Raum: Prognose und Zielvereinbarung[1]
2012, in % des nominalen BIP

	2013		2014	
	Prognose	Ziel	Prognose	Ziel
Deutschland	-0,5	-0,2	0,0	0,0
Frankreich	-3,7	-3,9	-2,9	-4,3
Italien	-2,9	-2,9	-1,8	-2,5
Spanien	-6,3	-6,6	-5,5	-7,3
Niederlande	-3,4	-3,6	-3,0	-3,5
Belgien	-2,5	-3,1	-2,0	-3,3
Österreich	-2,3	-2,2	-1,5	-1,8
Griechenland[2]	-4,7	-3,9	-2,2	-2,8
Finnland	-1,9	-1,8	-1,3	-1,5
Irland	-7,5	-7,6	-4,4	-4,5
Portugal	-5,5	-5,6	-4,0	-4,2
Slowakei	-2,9	-3,0	-2,6	-3,1
Slowenien	-7,9	-5,2	-2,6	-4,7
Luxemburg	-0,7	-0,2	-0,6	-0,4
Zypern[3]	-6,5	-6,0	-8,4	-7,5
Estland	-0,5	-0,3	0,0	0,2
Malta	-2,7	-3,7	-2,1	-3,7

Eigene Berechnungen nach Angaben der Europäischen Kommission, von Eurostat und der AMECO-Datenbank. – [1]Zielvereinbarungen mit der Europäischen Kommission nachweislich der aktuellen Stabilitätsprogramme der Länder. - [2]Zielvereinbarung im Rahmen des Verfahrens 136(9)-136 bei einem übermäßigen Defizit. – [3]Zielvereinbarung im Rahmen des Verfahrens 126(7) bei einem übermäßigen Defizit.

Arbeitslosigkeit in den Krisenländern auch strukturell

reduziert, gleichzeitig hat aber die Beschäftigung nur geringfügig zugenommen. In Spanien sank die Arbeitslosenquote zuletzt trotz anhaltenden Abbaus der Beschäftigung. Ursächlich für den Abbau der Arbeitslosigkeit ist in beiden Ländern eine Reduktion der Erwerbspersonenzahl, die zu einem Großteil auf eine Abwanderung Arbeitssuchender ins Ausland zurückzuführen sein dürfte. Dass sich der Wiederaufbau der Beschäftigung vor allem in den Krisenländern verzögert, dürfte nicht nur konjunkturelle, sondern auch strukturelle Ursachen haben. So betraf der massive Beschäftigungsabbau in Griechenland, Portugal und Spanien vorwiegend die Immobilien- und Bausektoren, in denen bis 2008 Kapazitäten aufgebaut worden waren, die aus heutiger Sicht nicht nachhaltig waren (an de Meulen, Schmidt 2013). Zwar sind strukturelle Anpassungen in Gang gekommen, deren Wirkungen auf die Beschäftigung entfalten sich aber in der Regel mit Verzögerung (IMF 2011).

Aufgrund der unerwartet hartnäckigen Rezession war das Budgetdefizit im Durchschnitt der Länder des Euro-Raums 2012 mit 3,7% in Relation zum BIP rund einen halben Prozentpunkt höher als geplant. Lediglich Deutschland wies einen Überschuss aus, und abgesehen von Österreich, Finnland, Estland und Luxemburg überschritten alle Länder die 3%-Marke. Bemerkenswert ist allerdings, dass die Mehrzahl der Länder auch dann einen negativen Haushaltssaldo aufweist, wenn man ihn um konjunkturelle Einflüsse und Zinszahlungen bereinigt. Die ungünstige Lage der öffentlichen Haushalte ist also vielerorts nicht allein auf die schwache Konjunktur zurückzuführen, sondern auch auf geringe Fortschritte beim Abbau struktureller Fehlbeträge. Der Druck, letztere zu abzubauen, wurde allerdings seitens der EU-Kommission vermindert. So wurde Spanien und Slowenien bis 2016 und damit zwei Jahre mehr Zeit gegeben, um das Defizit unter die 3%-Marke zu bringen. Für Zypern wurde die Frist sogar um vier Jahre verlängert. Portugal und Frankreich wurde ein Jahr Aufschub (bis 2014) gewährt. Auch für Italien wurde der Plan ob der unerwartet hartnäckigen Rezession angepasst, obwohl bereits im vergangenen Jahr ein struktureller Überschuss erwirtschaftet worden war. Ursprünglich sollte bereits 2012 die 3%-Marke unterschritten werden, was aber nicht gelang. Nun ist dies für das laufende Jahr geplant. Trotz der angesprochenen Lockerungen der Konsolidierungskurse sind die Defizitziele in einer Reihe von Ländern allem Anschein nach noch immer zu ehrgeizig (Tabelle 6).

Geringe Fortschritte beim Abbau der Haushaltsdefizite

Im Einklang mit der schwachen Binnennachfrage hat sich der Preisauftrieb in der Grundtendenz abgeschwächt. Die Kernrate der Inflation ist in den vergangenen zwölf Monaten um 0,6%-Punkte auf 1,1% im Juli gesunken. Die Inflationsrate insgesamt reduzierte sich sogar noch deutlicher, weil die Energiepreise zeitweise sanken; dieser Trend kehrte sich zuletzt aber um. In einigen Ländern ist die Teuerung zudem noch von Erhöhungen bei den Verbrauchsteuern bestimmt. Im Euro-Raum insgesamt glichen sich die davon ausgehenden Einflüsse im Wesentlichen aus. So unterschied sich die zu konstanten Steuersätzen berechnete Inflationsrate zuletzt nur geringfügig von der Verbraucherpreisinflationsrate. Im Prognosezeitraum dürften jedoch die im Herbst 2013 auslaufenden Effekte der Verbrauchsteuererhöhungen in Spanien und den Niederlanden inflationsdämpfend wirken. Demgegenüber dürften mit der erwarteten allmählichen Erholung der privaten Nachfrage die Preiserhöhungsspielräume der Unternehmen, die unter erheblichem Margendruck stehen, wieder etwas größer werden. Alles in allem wird die Inflationsrate im laufenden und kommenden Jahr voraussichtlich bei 1,5% und 1,6% liegen.

Preisauftrieb schwächt sich ab

Auch die monetären Rahmenbedingungen deuten derzeit auf keine akuten Inflationsrisiken hin. So lag das Geldmengenwachstum, gemessen am breiten

Tabelle 7

Eckwerte der Konjunktur im Euro-Raum

2010 bis 2014; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %

	2010	2011	2012	2013[P]	2014[P]
Privater Konsum	1,0	0,3	-1,4	-0,5	0,5
Öffentlicher Konsum	0,6	-0,1	-0,6	0,2	0,4
Bruttoanlageinvestitionen	-0,5	1,7	-3,7	-3,4	1,5
Vorratsveränderungen[1]	0,6	0,2	-0,5	0,0	-0,1
Inlandsnachfrage	1,2	0,6	-2,4	-1,0	0,5
Export	11,5	6,5	2,7	1,0	3,7
Import	9,9	4,5	-1,0	-0,2	3,1
Außenbeitrag[1]	0,7	0,9	1,6	0,5	0,4
Bruttoinlandsprodukt	1,9	1,6	-0,6	-0,4	0,9
Verbraucherpreise	1,6	2,7	2,5	1,5	1,6
Arbeitslosenquote[2]	10,1	10,2	11,4	12,1	12,2

Eigene Berechnungen nach Angaben von Eurostat. – [P]Eigene Prognose. – [1]Wachstumsbeitrag in %-Punkten. – [2]Harmonisiert nach ILO, in % der Erwerbspersonen.

Geldmengenaggregat M3, im Juli mit 2,2% deutlich unterhalb des Referenzwertes der EZB von 4,5%. Auch belastet die Verkürzung der Bankbilanzen die Kreditvergabe. Das Volumen der ausstehenden Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften (bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen) ging in den vergangenen Monaten weiter zurück, im Juli um 2,8% gegenüber dem Vorjahr. Noch leicht positiv war die Entwicklung der Kredite an private Haushalte. Das ausstehende Volumen stieg im Juli um 0,3%. Für diesen Anstieg sorgten insbesondere die Wohnungsbaukredite, welche um 0,7% zunahmen, während Konsumentenkredite um 2,7% zurückgingen.

Hoffnung auf Verbesserte Finanzierungsbedingungen

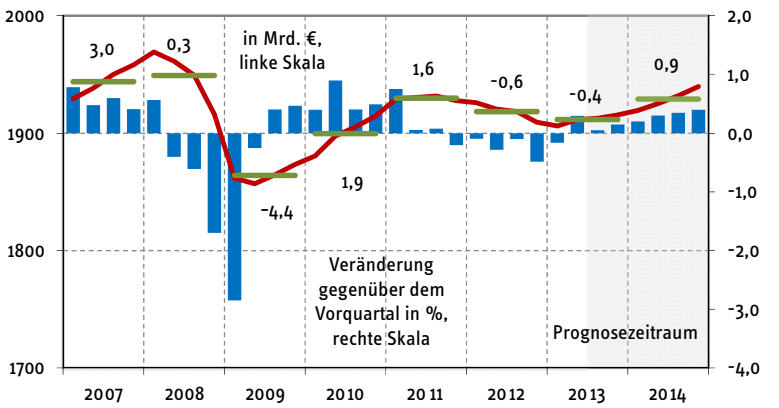
Im Prognosezeitraum dürften die Kreditkonditionen allmählich gelockert werden. So erwarten die Banken nach Angaben des *Bank-Lending-Survey* für die kommenden drei Monate keine weitere deutliche Verschärfung der Kreditvergabestandards. Falls sich, wie hier unterstellt, die europäische Staatsschuldenkrise weiter beruhigt und die Konjunktur im Euro-Raum weiter belebt, dürfte sich der Abschreibungsbedarf in den Krisenländern reduzieren und die Notwendigkeit von Bilanzverkürzungen abnehmen. Dies dürfte sich in verbesserten Finanzierungsbedingungen der Unternehmen niederschlagen.

Vor dem Hintergrund der dauerhaft hohen Arbeitslosigkeit und der erwarteten Preissteigerungen deutlich unterhalb der 2%-Marke gehen wir davon aus, dass die EZB den Leitzins bis Ende 2014 unverändert bei 0,5% belassen wird.

Schaubild 9

Bruttoinlandsprodukt im Euro-Raum

2007 bis 2014; in Preisen von 2005; saisonbereinigter Verlauf



Eigene Berechnungen nach Angaben von Eurostat. Zahlenangaben: Jahresdurchschnittliche Veränderung gegenüber Vorjahr.

Belebung der Konjunktur im Euro-Raum im kommenden Jahr

Für den Prognosezeitraum erwarten wir, dass der Restriktionsgrad der Finanzpolitik abnehmen wird. In manchen Ländern wurden die Budgetdefizite bereits deutlich reduziert, in anderen wurde der Konsolidierungsdruck von Seiten der EU-Kommission verringert. Insgesamt werden dennoch vom staatlichen Konsum allenfalls geringe Wachstumsbeiträge ausgehen. Auch der private Konsum dürfte sich nur allmählich beleben. Belastend wirken die weiterhin hohe Verschuldung im privaten Sektor, die in vielen Ländern unverändert angespannte Beschäftigungslage und der dadurch verursachte Druck auf die Löhne. Die in einigen Sektoren noch immer bestehenden Überkapazitäten und die vielfach ungünstigen Finanzierungsbedingungen stehen einer spürbaren Ausweitung der Bruttoanlageinvestitionen entgegen. Impulse kommen vorerst vor allem von den Exporten, da sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit vieler Länder bereits deutlich verbessert hat. Sie tragen dazu bei, dass die Kapazitätsauslastung allmählich steigt, was Anreize für Investitionen schafft. Mit Fortschritten bei der privaten Entschuldung und allmählicher Belebung der Beschäftigung dürfte dann im Verlauf von 2014 auch der private Konsum anziehen.

Alles in allem prognostizieren wir für das laufende Jahr einen Rückgang des BIP um 0,4%. In 2014 dürfte die Wirtschaftsleistung im Jahresdurchschnitt um 0,9% zunehmen. Die Arbeitslosenquote wird mit Blick auf die verzögerte Wirkung struk-

tureller Anpassungen in einigen Sektoren vorerst hoch bleiben und sich in diesem Jahr auf 12,1% belaufen. Mit zunehmender Erholung der Konjunktur und Wirkung der Strukturreformen dürfte sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt jedoch verbessern. Für den Durchschnitt des Jahres 2014 wird eine nur leicht höhere Rate von 12,2% erwartet.

2.5 Großbritannien hat Rezession überwunden

In Großbritannien expandierte das BIP in der ersten Jahreshälfte merklich, es war 0,5% höher als im Halbjahr zuvor. Impulse kamen sowohl aus dem In- als auch aus dem Ausland. Die inländische Verwendung legte insbesondere aufgrund eines zuletzt deutlichen Anstiegs der Unternehmensinvestitionen zu, wozu beigetragen haben dürfte, dass die Unsicherheit über die Wirtschaftspolitik, gemessen am *Policy Uncertainty Index*, zurückgegangen ist. Allerdings wurden wohl vor allem Ersatz- und Rationalisierungsmaßnahmen getätigt, da die Kapazitätsauslastung noch unter dem langjährigen Durchschnitt liegt. Der private Konsum nahm nur verhalten zu. Zum einen stiegen die Einkommen aufgrund der weiterhin hohen Arbeitslosigkeit nur geringfügig, zum anderen werden die Realeinkommen durch hohe Energie- und Importpreise geschmälert. Gedämpft wurden die Wirkungen auf die Konsumnachfrage allerdings durch den Rückgang der Sparquote, die seit Beginn der Rezession deutlich zugenommen hatte. Der Außenhandel profitierte vom schwachen Pfund, das insbesondere die Exporte in Länder außerhalb der EU stimulierte.

Merkliche Expansion des britischen BIP

Die *Bank of England* (BoE) hat sich Anfang August entschieden, ihre Zinspolitik, solange ihr Inflationsziel nicht gravierend verletzt wird, vorrangig an die Entwicklung am Arbeitsmarkt zu knüpfen (BoE 2013). So soll der Leitzins erst angehoben werden, wenn die Arbeitslosenquote, die aktuell bei 7,7% liegt, unter 7% sinkt. Da dies nach Einschätzung der BoE erst mittelfristig erreicht werden wird, dürfte der Zins über den Prognosezeitraum hinaus niedrig bleiben. Allerdings liegt die Inflation mit knapp 3% deutlich über dem Inflationsziel von 2%. Daher behält sich die BoE die Möglichkeit einer vorzeitigen Zinserhöhung vor, wenngleich ein solcher Schritt während des Prognosezeitraums nicht zu erwarten ist.

Britischer Leitzins bliebt vorerst niedrig

Das Defizit des öffentlichen Haushalts hat sich 2012 auf 6,3% in Relation zum BIP vermindert (8% im Vorjahr). Der Großteil des Rückgangs beruht allerdings auf einem Einmaleffekt im Zuge der Verstaatlichung des Pensionsfonds der britischen Post (*Royal Mail Pension Plan*). Ohne diese Maßnahme wäre der Fehlbetrag deutlich weniger gesunken. Für den Prognosezeitraum sind zwar Konsolidierungsmaßnahmen vorgesehen, aber das Ziel eines ausgeglichenen Haushalts im Jahr 2015 dürfte nicht erreicht werden.

Die Stimmung unter den Unternehmen hat sich weiter aufgehellt, der PMI lag zuletzt sowohl in der Industrie als auch im Dienstleistungssektor deutlich über 50, also in einem Bereich, der einen Zuwachs des BIP signalisiert. Zudem hat die Industrieproduktion deutlich zugelegt und lag im Juli knapp 1% über dem Vorquartalswert. Der Anstieg des BIP wird im Prognosezeitraum aber voraussichtlich moderat bleiben. Die Binnennachfrage dürfte weiter von Nachholeffekten bei den Unternehmensinvestitionen getragen werden, die immer noch rund 25% unter dem Vorkrisenniveau liegen. Daneben dürfte die Auslandsnachfrage bei weiterhin schwachem britischen Pfund anziehen und die Kapazitätsauslastung ansteigen lassen, was sich zunehmend in Erweiterungsinvestitionen niederschlagen dürfte. Trotz der weiterhin geringen Zunahme der Einkommen deuten aktuelle Umfragewerte und Einzelhandelsumsätze auf eine Belebung des privaten Konsums hin. Allerdings dürfte diese nicht sehr ausgeprägt sein, da weiterhin viele Haushalte hoch verschuldet sind und die Arbeitslosigkeit nur langsam abnimmt. Alles in allem erwarten wir eine Zunahme des BIP in diesem Jahr um 1,3% und im nächsten Jahr um 2,0%.

Anstieg des BIP bleibt moderat

2.6 Neue EU-Länder zeigen erste Zeichen einer Erholung

In der ersten Hälfte dieses Jahres war das Konjunkturbild in den neuen EU-Ländern uneinheitlich. Trotz einer schwachen Nachfrage aus Westeuropa waren zumeist die Nettoexporte die wesentliche Stütze der Konjunktur, weil aufgrund der kraftlosen Inlandsnachfrage die Importe langsamer zunahmen als die Exporte oder sogar rückläufig waren. Während sich in Kroatien die Schrumpfung des BIP fortsetzte, waren in Ungarn und Tschechien erste Anzeichen einer Erholung erkennbar. In Tschechien zogen die Exporte an, so dass das BIP nach sechs negativen Quartalen im zweiten Quartal 2013 erstmals wieder im Vorquartalsvergleich zulegte. In Ungarn belebten sich vor allem der private und der öffentliche Konsum und das BIP erhöhte sich sowohl gegenüber dem Vorjahr als auch dem Vorquartal geringfügig. Während sich die wirtschaftliche Aktivität in Polen – wo in den vergangenen Jahren die Wirtschaftsdynamik am höchsten war – in der ersten Jahreshälfte verlangsamte, beschleunigte sie sich in Rumänien und Litauen, bedingt durch starke Exporte insbesondere in Länder außerhalb der EU. In Lettland[9] und Litauen schließlich ging es weiter kräftig aufwärts, getragen insbesondere von der Inlandsnachfrage. Impulse kamen aber auch von den Exporten, weil der Außenhandel dieser Länder weniger auf Westeuropa ausgerichtet ist, und sich ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit infolge sinkender Lohnstückkosten verbesserte.

Uneinheitliches Konjunkturbild in den neuen EU-Ländern

9 *Lettland wird dem Euro-Raum Anfang 2014 beitreten.*

Tabelle 8

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosigkeit in neuen Mitgliedsländern der EU

2012 bis 2014

	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote[1]		
	2012	2013[P]	2014[P]	2012	2013[P]	2014[P]	2012	2013[P]	2014[P]
	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %						in %		
Polen	1,9	1,2	2,5	3,7	1,1	2,3	10,1	11,0	10,8
Tschechien	-1,2	-0,9	2	3,5	1,6	2,0	7,0	7,4	7,3
Ungarn	-1,7	0,3	1,2	5,7	2,5	2,8	10,9	10,4	11,0
Rumänien	0,7	2,5	2,5	3,4	4	3,3	7,0	7,6	7,5
Bulgarien	0,8	0,7	2	2,4	1,6	2,5	12,3	12,6	11,8
Kroatien	-2,0	-1	1,5	3,4	3	2,7	15,8	16,3	16,0
Lettland	5,6	4,5	4,1	2,3	0,8	2,1	15,1	12,6	12,8
Litauen	3,7	4,0	3,6	3,2	2	2,7	13,3	11,7	10,6
Insgesamt[2]	0,8	1,0	2,2	3,6	1,8	2,4	9,1	9,5	9,4

Eigene Berechnungen nach nationalen Veröffentlichungen und Angaben internationaler Institutionen. - [1]Standardisiert. - [2]Summe der aufgeführten Länder; BIP und Verbraucherpreise gewichtet mit dem BIP von 2012; Arbeitslosenquote mit der Zahl der Erwerbspersonen 2012. - [P]Eigene Prognose.

Investitionen leiden unter restriktiver Kreditvergabe

In vielen Ländern dämpfte die Budgetkonsolidierung den öffentlichen und privaten Konsum. Die öffentlichen Investitionen nahmen allenfalls geringfügig zu, vielfach verringerten sie sich sogar. Die privaten Investitionen litten unter einer restriktiven Kreditvergabe, insbesondere an kleine und mittelständische Unternehmen (KMU), und unter hohen Kreditzinsen. Hatte die Kreditvergabe an den Unternehmenssektor im Mai 2012 noch um rund 10% gegenüber dem Vorjahr zugenommen, so schrumpfte sie im Mai 2013 sogar leicht. Die ausländischen Direktinvestitionen – in der Vergangenheit eine wesentliche Triebfeder der Investitionen – erholten sich hingegen in einigen Ländern der Region, darunter auch in Kroatien. Dies hängt wohl mit dem Beitritt des Landes zur EU am 1. Juli zusammen, der die Attraktivität des Landes als Investitionsstandort erhöht hat.

Auf dem Arbeitsmarkt blieben die Unterschiede groß. Während die Arbeitslosenquote in Rumänien und Tschechien lediglich rund 7% betrug, lag sie in den meisten übrigen Ländern zum Teil deutlich über 10%. In den baltischen Staaten verringerte sich die Arbeitslosigkeit ausgehend von hohem Niveau spürbar, in Ungarn sank sie leicht, und in Tschechien blieb sie konstant. In den übrigen Ländern vergrößerte sich die Zahl der Erwerbslosen.

Die Teuerung war in der ersten Jahreshälfte infolge der schwachen Inlandsnachfrage in den meisten Ländern niedriger als im Vorjahr. In Ungarn sank die Inflati-

onsrate infolge der Tarifsenkungen und des Basiseffekts der Mehrwertsteuererhöhung Anfang 2012. Lediglich in Kroatien und Rumänien beschleunigte sich der Preisauftrieb infolge steigender Lebensmittelpreise, Anhebungen administrierter Preise für Energie sowie in Kroatien durch eine Erhöhung der Mehrwertsteuer. Mit einem kräftigen Rückgang der Inflationsrate wird bis Ende des Jahres in Rumänien gerechnet, bedingt durch eine gute Ernte sowie die Senkung der administrierten Strompreise. Für den gesamten Raum zeichnet sich infolge stabiler Energie- und Lebensmittelpreise eine moderate Inflationsdynamik ab.

Bei niedrigem Inflationsdruck, weiterhin unterausgelasteten Kapazitäten und günstigen Inflationsaussichten blieb die Geldpolitik in den neuen EU-Ländern auf Expansionskurs. In fast allen Ländern wurden die Leitzinsen gesenkt. Dies dürfte die Konjunktur im Prognosezeitraum stützen. Noch bedeutender sind jedoch die Impulse durch die erwartete Erholung im Euro-Raum. Eine stärkere Auslandsnachfrage dürfte die Exporte und die Industrieproduktion stützen. Außerdem dürften rückläufige Inflationsraten die Kaufkraft der Konsumenten und das Konsumentenvertrauen in zahlreichen Ländern stärken. Eine moderate Ausweitung der Kreditvolumina und niedrige Zinsen vorausgesetzt, könnten Wachstumsimpulse auch von der Investitionsnachfrage ausgehen. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit und geringe makroökonomische Ungleichgewichte im europäischen Vergleich dürften sich weiterhin positiv auf die Standortattraktivität der neuen Mitgliedsländer auswirken. Die zuletzt teilweise erheblich steigenden ausländischen Direktinvestitionsströme belegen dies.

Exporte stützen die Konjunktur in den neuen EU-Ländern

Alles in allem erwarten wir eine durchschnittliche Zunahme des BIP in den mittel- und osteuropäischen EU-Mitgliedstaaten um 1,0% im Jahr 2013 (Tabelle 8). Im Jahr 2014 dürfte die wirtschaftliche Aktivität wieder an Fahrt gewinnen und das Wachstum 2,2% erreichen. Zwar wird die Region damit (noch) nicht an die hohen BIP-Raten aus der Zeit vor der Krise anknüpfen, dennoch ist die Dynamik hoch genug, die Konvergenz zwischen West- und Osteuropa voranzubringen.

Literatur

Ahmed, S. und A. Zlate (2013), Capital Flows to Emerging Market Economies: A Brave New World? Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Paper 1081. Washington, DC.

An de Meulen, P. und T. Schmidt (2013), Von der Euroeinführung zur Schuldenkrise – Ergebnisse einer Wachstumszerlegung für ausgewählte Länder des Euroraums. *Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung* (forthcoming).

Annunaziata, M. (2013), India and the Emerging Market crisis. VOX. Internet: http://www.voxeu.org/article/india-and-emerging-market-crisis. Abgerufen am 13.9.2013.

Baker, S.R., N. Bloom und S.J. Davis (2013), Measuring Policy Uncertainty. Internet: http://www.policyuncertainty.com/media/BakerBloomDavis.pdf. Abgerufen am 10.9.2013.

BoE – Bank of England (2013), Inflation Report August 2013. Internet: www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/inflationreport/2013/ir13aug.pdf. Abgerufen am 13.9.2013.

Broner, F., T. Didier, A. Erce und S. Schmukler (2013), Gross capital flows: Dynamics and crises. *Journal of Monetary Economics* 60: 113-133.

Calderon, C. und M. Kubota (2013), Sudden Stops – Are Global and Local Investors Alike? *Journal of International Economics* 89(1): 122-142.

Calvo, G.A., A. Izquierdo und L.-F. Mejia (2004), On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects, NBER Working Paper Series w10520.

CBO – Congressional Budget Office (2013), Updated Budget Projections: Fiscal Years 2013 to 2023. Washington, DC.

Döhrn, R., P. an de Meulen, T. Kitlinski, T. Schmidt und S. Vosen (2012), Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland: Krise im Euro-Raum dämpft Weltwirtschaft. RWI Konjunk*turberichte* 63 (2): 5-39.

Döhrn, R., P. an de Meulen, D. Grozea-Helmenstein, T. Kitlinski, T. Schmidt und S. Vosen (2013), Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland: zögerliche Erholung der Weltwirtschaft. RWI Konjunkturberichte 64 (1): 5-40.

EC – European Commission (2013), Assessing the impact of uncertainty on consumption and investment. Quarterly Report on the Euro Area 12 (2): 7-16

Forbes, K. J. und F. E. Warnock (2012), Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight, and Retrenchment. *Journal of International Economics*, doi:10.1016/j.jinteco.2012.03.006.

Forster, K., M. Vasardani und M. Ca'Zorzi (2011), Euro Area cross-border financial flows and the global financial crisis, European Central Bank, Occasional Paper Series No. 126.

IMF – International Monetary Fund (2011), Regional Economic Outlook – Europe. Washington, DC.

IMF – International Monetary Fund (2013), United States – 2013 Article IV Consultation. IMF Country Report 13/236. Washington, DC.

Merler, S. und J. Pisani-Ferry (2012), Sudden Stops in the Euro Area, Bruegel Policy Contribution 2012/06.

Milesi-Ferretti, G.-M. und C. Tille (2011), The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis. *Economic Policy* 26(66): 289-346.

OECD – Organization for Co-operation and Development (2012), Medium and long-term scenarios for global growth and imbalances. OECD Economic Outlook Vol. 2012/1. Paris.

Rey, H (2013), Dilemma not Trilemma: The global financial cycle and monetary policy independence. Paper presented at the Jackson Hole Symposium, August 2013. Internet: http://www.kansascityfed.org/publications/research/escp/escp-2013.cfm. Abgerufen am 13.9.2013.

Rogoff, K. (2013), Are Emerging Markets Submerging? Project Syndicate. Internet: http://www.project-syndicate.org/commentary/the-echo-crisis-in-emerging-economies-by-kenneth-rogoff. Abgerufen am 13.9.2013.