

Torsten Schmidt, Roland Döhrn, Philipp Jäger, Philipp an de Meulen,  
Daniela Grozea-Helmenstein, Svetlana Rujin und Lina Zwick

### **Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland: Moderate Expansion der Weltwirtschaft<sup>1</sup>**

#### **Kurzfassung**

*In der ersten Jahreshälfte hat sich das Expansionstempo der Weltwirtschaft etwas abgeschwächt. Dabei wurde die konjunkturelle Grunddynamik in zahlreichen Ländern von Sonderfaktoren überlagert. Insgesamt führten diese kurzfristig wirkenden Faktoren dazu, dass sich die Produktionsausweitung vor allem in den Schwellenländern weiter verlangsamte, und auch in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften an Dynamik verlor.*

*Noch keine nennenswerten konjunkturellen Wirkungen gingen bisher von den geopolitischen Konflikten aus, die in der ersten Hälfte dieses Jahres entstanden sind oder sich verschärften. Im Gegenteil: Die Aktienkurse befinden sich in vielen Ländern in der Nähe ihrer historischen Höchststände. Auch Rohstoffe wie Rohöl oder Gold, die sich in der Vergangenheit in Phasen der Unsicherheit deutlich verteuerten, zeigen derzeit keine erhöhten Risiken an. Der Ölpreis ist in den vergangenen Monaten sogar gesunken.*

*Inzwischen gibt es deutliche Anzeichen, dass die Sonderfaktoren an Einfluss verlieren und sich die konjunkturellen Grundtendenzen wieder durchsetzen. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften dürfte sich die konjunkturelle Belegung im Vergleich zum ersten Halbjahr daher etwas verstärken. Dagegen ist zu erwarten, dass die Produktion in den Schwellenländern insgesamt im Prognosezeitraum in nur leicht erhöhtem Tempo ausgeweitet wird.*

*Unter der Voraussetzung, dass sich keine der derzeitigen geopolitischen Krisen deutlich verschärft und keine neuen hinzukommen, dürfte sich das weltwirtschaftliche Expansionstempo im Prognosezeitraum leicht erhöhen und sich der weltwirtschaftliche Aufschwung in moderatem Tempo fortsetzen. Insgesamt dürfte die weltwirtschaftliche Produktion in diesem Jahr um 3,3% ausgeweitet werden. Im kommenden Jahr ist mit einem Anstieg um 3,8% zu rechnen. Damit dürfte eine Ausweitung des Welthandels in diesem Jahr um 3,3% und um 5,3% im kommenden Jahr einhergehen.*

---

<sup>1</sup> Abgeschlossen am 12.9.2014. Daniela Grozea-Helmenstein ist Mitarbeiterin des Instituts für höhere Studien (IHS) in Wien. Wir danken Martin Micheli, Tim Vogel und Angela Fuest für die Mitarbeit. Für technische Unterstützung danken wir Waltraud Lutze.

# Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

**Tabelle 1**

**Eckwerte zur internationalen Konjunktur**

2013 bis 2015; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %

	2013	2014 <sup>P</sup>	2015 <sup>P</sup>
<b>Bruttoinlandsprodukt<sup>1</sup></b>			
Euro-Raum	-0,4	0,8	1,2
Großbritannien	1,8	3,1	2,5
USA	2,2	2,2	3,1
Japan	1,5	1,0	1,3
<b>Fortgeschrittene Volkswirtschaften insgesamt</b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>
<b>Verbraucherpreise</b>			
Euro-Raum	1,4	0,6	1,1
Großbritannien	2,6	1,9	2,2
USA	1,5	1,8	2,3
Japan	0,4	2,9	1,9
<b>Fortgeschrittene Volkswirtschaften insgesamt</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>
<b>Weltwirtschaftliche Produktion<sup>2</sup></b>			
In Kaufkraftparitäten	2,8	3,3	3,8
in Markt-Wechselkursen	2,2	2,7	3,3
<b>Welthandel<sup>3</sup></b>	<b>2,6</b>	<b>3,3</b>	<b>5,3</b>
<b>Rohölpreis (Brent, \$/b)<sup>4</sup></b>	<b>108,8</b>	<b>104,7</b>	<b>100,0</b>
<b>Dollarkurs (\$/€)<sup>4</sup></b>	<b>1,33</b>	<b>1,34</b>	<b>1,30</b>

Eigene Berechnungen nach Angaben der OECD, des IMF, von Eurostat und nationalen Statistikämtern. - <sup>P</sup>Prognose. - <sup>1</sup>Real. - <sup>2</sup>Gewichteter Durchschnitt der für diesen Bericht prognostizierten Länder. - <sup>3</sup>Güter, in Preisen und Wechselkursen von 2005. - <sup>4</sup>Jahresdurchschnitte.

Wenn die geopolitischen Krisen bisher die weltwirtschaftliche Entwicklung auch wenig beeinflusst haben, so haben sie doch die Risiken für den weltwirtschaftlichen Aufschwung deutlich erhöht. Das größte Risiko geht derzeit wohl vom russisch-ukrainischen Konflikt aus, der eine Sanktionsspirale in Gang gesetzt hat. Bei einer weiteren Verschärfung des Konfliktes ist mit deutlich stärkeren gesamtwirtschaftlichen Effekten insbesondere in Europa zu rechnen. Deutlich negative Effekte auf die weltwirtschaftliche Aktivität würden auch entstehen, wenn durch die Kämpfe im Irak und in Syrien die Erdölproduktion in der Region gefährdet würde. Darüber hinaus besteht nach wie vor das Risiko eines erneuten Aufflammens der Krise im Euro-Raum.

## Summary

Expansion of the global economy has slowed down during the first half of 2014. In many countries special factors have been the driving force. Output grew only at a slow-

## RWI Konjunkturbericht 65 (3)

er rate in emerging countries and it lost momentum in advanced economies. Geopolitical conflicts that have emerged or exacerbated in 2014 have not yet considerably influenced economic dynamics. On the contrary, in many countries stock prices are almost quoting at former highs. In addition, prices of commodities such as crude oil or gold have not substantially risen like they did during previous times of uncertainty. The price of oil has even decreased in the last few months.

We expect most of the special factors that have prevailed in the first half of this year to subside so that cyclical dynamics will predominate during the remainder of the year. We thus expect economic dynamics in the industrialized economies to accelerate in the second half of this year. In contrast, output in emerging countries is likely to further slow down. If current geopolitical crises do not deteriorate, the expansion of the global economy should gradually accelerate, leading to a moderately paced upswing. We expect world output to grow by 3.3 percent this year and by 3.8 percent next year. This will lead to an increase of international trade in goods by 3.3% in 2014 and 5.3% in 2015.

### International Forecast

2013 to 2015; changes over the previous year, %

	2013	2014 <sup>f</sup>	2015 <sup>f</sup>
<b>Gross Domestic Product<sup>1</sup></b>			
Euro area	-0.4	0.8	1.2
United Kingdom	1.8	3.1	2.5
USA	2.2	2.2	3.1
Japan	1.5	1.0	1.3
<b>Advanced Economies</b>	<b>1.2</b>	<b>1.7</b>	<b>2.2</b>
<b>Consumer Prices</b>			
Euro area	1.4	0.6	1.1
United Kingdom	2.6	1.9	2.2
USA	1.5	1.8	2.3
Japan	0.4	2.9	1.9
<b>Advanced Economies</b>	<b>1.3</b>	<b>1.5</b>	<b>1.8</b>
<b>World Output<sup>2</sup></b>			
based on Purchasing Power Parities	2.8	3.3	3.8
based on market exchange rates	2.2	2.7	3.3
<b>World trade<sup>3</sup></b>	<b>2.6</b>	<b>3.3</b>	<b>5.3</b>
<b>Oil price (Brent. \$/b)<sup>4</sup></b>	<b>108.8</b>	<b>104.7</b>	<b>100.0</b>
<b>Exchange rate (\$/€)<sup>4</sup></b>	<b>1.33</b>	<b>1.34</b>	<b>1.30</b>

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

# Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

*Though international conflicts have not yet harmed economic dynamics, they pose a threat to the global economic upswing. A deterioration of the Russia-Ukraine conflict would have significant effects on worldwide economies, particularly those in Europe. Similarly, battles in Iraq and Syria could harm global economic activity if they obstruct oil production. Furthermore, crises in the Euro area have not yet been fully overcome and may flare up again.*

## 1. Überblick

### 1.1 Sonderfaktoren dämpfen Weltkonjunktur vorübergehend

In der ersten Jahreshälfte hat sich das Expansionstempo der Weltwirtschaft etwas abgeschwächt. Dabei wurde die konjunkturelle Grunddynamik in zahlreichen Ländern von Sonderfaktoren überlagert. In den USA führte ein Witterungseffekt zu einer kräftigen Ausweitung der Produktion im zweiten Quartal, nachdem sie im ersten deutlich zurückgegangen war (Deutsche Bundesbank 2014a: 23ff.). Das gleiche Muster findet sich in der chinesischen Produktion, hier wohl nicht zuletzt aufgrund von wirtschaftspolitischen Maßnahmen. In Thailand führte der Putsch des Militärs zu dem gleichen Bild. Dagegen führten in Deutschland ein außergewöhnlich milder Winter und in Japan vorgezogene Käufe im Vorfeld der Mehrwertsteuererhöhung dazu, dass die Produktion im ersten Quartal kräftig ausgeweitet wurde und anschließend zurückging. Insgesamt trugen diese kurzfristig wirkenden Faktoren dazu bei, dass sich die Produktionsausweitung vor allem in den Schwellenländern weiter verlangsamte, und auch in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften an Dynamik verlor (Schaubild 1).

Noch keine nennenswerten konjunkturellen Wirkungen gingen bisher von den geopolitischen Konflikten aus, die in der ersten Hälfte dieses Jahres neu entstanden sind oder sich verschärften. So hat sich die russische Wirtschaft von dem Produktionseinbruch durch die Verschärfung des russisch-ukrainischer Konfliktes im ersten Quartal wieder etwas erholt. Da dieser aber inzwischen eine Spirale von Handelsanktionen in Gang gesetzt hat, sind weitere deutliche Effekte nicht nur in Russland wahrscheinlich. Dazu hat sich ein neuer Konflikt im Irak herausgebildet, der konjunkturell relevant werden könnte, wenn er die Ölproduktion beeinträchtigt. Unabhängig von den direkten realwirtschaftlichen Folgen können diese Konflikte die makroökonomische Unsicherheit erhöhen und so das Investitions- und Konsumklima belasten.

Sonderfaktoren  
überlagern  
konjunkturelle  
Dynamik

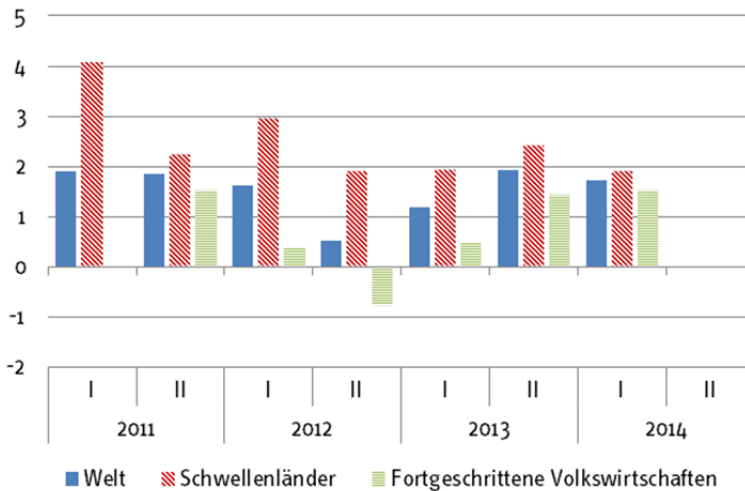
Geopolitische  
Konflikte  
Wirken  
belastend

# 1. Überblick

**Schaubild 1**

## Veränderung der Industrieproduktion nach Ländergruppen

2011 bis 2014; Veränderungen gegenüber dem Vorhalbjahr in %



Eigene Berechnungen nach Angaben des CPB.

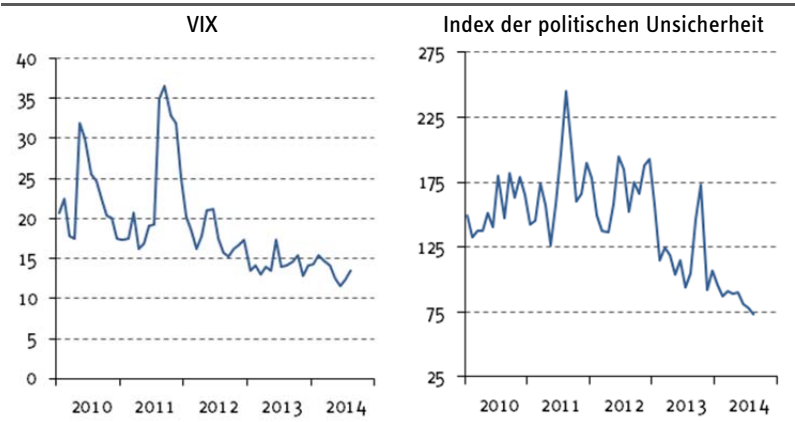
Allerdings zeigen die üblichen Unsicherheitsmaße wie der Volatilitätsindex der Terminbörse Chicago (VIX) oder der Index der politischen Unsicherheit derzeit keine erhöhte Unsicherheit an (Schaubild 2). Im Gegenteil: Die Aktienkurse befinden sich in vielen Ländern in der Nähe ihrer historischen Höchststände. Auch Rohstoffe wie Rohöl oder Gold, die sich in den vergangenen Jahren in Phasen der Unsicherheit deutlich verteuerten, zeigen derzeit keine erhöhten Risiken an. Der Ölpreis ist in den vergangenen Monaten sogar zurückgegangen, weil eine Angebotsausweitung seitens der USA und große Reserven bei den Förderkapazitäten in Saudi Arabien auf eine geringere Nachfrage treffen, vor allem aus China. Auch die Preise anderer Rohstoffe werden derzeit vor allem von fundamentalen Faktoren getrieben.

Geldpolitik weiterhin expansiv ausgerichtet

Die Geldpolitik ist nach wie vor expansiv ausgerichtet. Zwar hat die amerikanische Notenbank ihr Ankaufprogramm weiter zurückgeführt, die Zinsen sind aber nach wie vor auf einem sehr niedrigen Niveau, und eine Verringerung des Expansionsgrades steht noch aus. Auch in Großbritannien und Japan wird der expansive Kurs fortgesetzt und die EZB hat die Zinsen sogar nochmals gesenkt und ein Ankaufprogramm für Wertpapiere angekündigt. Lediglich in einigen Schwellenländern wurden die Zinsen weiter angehoben.

# Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

**Schaubild 2**  
**Ausgewählte makroökonomische Unsicherheitsmaße**  
2010 bis 2014



Angaben der Federal Reserve Bank of St. Louis und [www.policyuncertainty.com](http://www.policyuncertainty.com)

Die Finanzpolitik hat ihren Restriktionsgrad in den vergangenen Monaten verringert. Insbesondere in den USA sind die Konsolidierungsmaßnahmen der vergangenen Jahre nun zurückgeführt worden. Auch im Euro-Raum dürften die dämpfenden Effekte der Konsolidierungsmaßnahmen nachlassen. In Japan wurde der restriktive Impuls durch die Mehrwertsteuererhöhung durch finanzpolitische Maßnahmen teilweise kompensiert.

## 1.2 Weltwirtschaftliches Expansionstempo wird sich leicht erhöhen

Inzwischen gibt es deutliche Anzeichen, dass nach dem Abklingen der meisten Sonderfaktoren sich die konjunkturellen Grundtendenzen wieder durchsetzen. Jedenfalls hat sich die Industrieproduktion in den USA, in Japan und in Deutschland nach kräftigen Ausschlägen wieder normalisiert und ist nun wieder moderat aufwärts gerichtet.

Konjunktur-  
belebung in  
fortgeschrittenen  
Volkswirtschaften

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften dürfte sich die konjunkturelle Belebung im Vergleich zum ersten Halbjahr daher etwas verstärken (Tabelle 2). In den USA und in schwächerem Maße in Japan lässt die Verbesserung auf dem Arbeitsmarkt Impulse für den privaten Konsum und die Investitionen erwarten. Dabei dürften nur in den USA von der Geldpolitik im Prognosezeitraum leicht dämpfende Effekte ausgehen. Auch in Großbritannien wird der dort recht kräftige Aufschwung nur

# 1. Überblick

**Tabelle 2**

**Bruttoinlandsprodukt ausgewählter fortgeschrittener Volkswirtschaften im Jahresverlauf**

2012 bis 2015; annualisierte Raten gegenüber dem vorhergehenden Halbjahr in %

	2012		2013		2014 <sup>p</sup>		2015 <sup>p</sup>	
	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
<b>Insgesamt</b>	<b>2,00</b>	<b>0,00</b>	<b>-0,75</b>	<b>-1,00</b>	<b>-0,50</b>	<b>0,50</b>	<b>1,00</b>	<b>1,50</b>

*Eigene Berechnungen nach Angaben nationaler Quellen. – <sup>p</sup>Eigene Prognose.*

wenig an Tempo verlieren. Für den Euro-Raum ist zu erwarten, dass sich die Aufwärtstendenz fortsetzt, die Erholung aber moderat bleibt, weil sich mit Italien und Frankreich zwei große Volkswirtschaften der Währungsunion in der Rezession oder am Rande davon befinden.

in den Schwellenländern insgesamt dürfte die Produktion im Prognosezeitraum in nur leicht erhöhtem Tempo ausgeweitet werden. Zwar dürften die Schwellenländer von der Belebung der Konjunktur in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften profitieren. Andererseits dürfte sich das Expansionstempo in China im Prognosezeitraum abschwächen, weil die Wirtschaftspolitik nach der Wachstumsbeschleunigung vom Frühjahr wieder auf einen restriktiveren Kurs einschwenken dürfte. Dementsprechend gehen von der chinesischen Wirtschaft geringere Impulse auf die Handelspartner aus. Dies dürfte sich insbesondere bei der Nachfrage nach Rohstoffen bemerkbar machen. Der damit einhergehende zum Teil recht deutliche Rückgang der Rohstoffpreise dürfte dämpfend auf die rohstoffexportierenden Schwellenländer wirken (Gruss 2014). Zusätzlich begrenzen in vielen Schwellenländern Engpässe in der Infrastruktur das Expansionstempo auf absehbare Zeit.

Expansion in Schwellenländern nur wenig lebhafter

Unter der Voraussetzung, dass sich keine der derzeitigen geopolitischen Krisen deutlich verschärft und keine neuen hinzukommen, dürfte sich das weltwirtschaftliche Expansionstempo im Prognosezeitraum leicht erhöhen und sich der weltwirtschaftliche Aufschwung in moderatem Tempo fortsetzen. Insgesamt dürfte die weltwirtschaftliche Produktion in diesem Jahr um 3,3% ausgeweitet werden. Im kommenden Jahr ist mit einem Anstieg um 3,8% zu rechnen. Damit dürfte eine Ausweitung des Welthandels in diesem Jahr um 3,3% und um 5,3% im kommenden Jahr einhergehen.

# Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

## 1.3 Risiken

Wenn die geopolitischen Krisen bisher die weltwirtschaftliche Entwicklung auch wenig beeinflussen, so haben sie doch die Risiken für den weltwirtschaftlichen Aufschwung deutlich erhöht. Das größte Risiko geht derzeit wohl von einer weiteren Eskalation des russisch-ukrainischen Konfliktes aus. Bereits jetzt sind erste Konsequenzen der Handelssanktionen zumindest in den europäischen Ländern spürbar und auch die Verschlechterung der Stimmungsindikatoren dürfte mit den anhaltenden Spannungen zusammenhängen. Es ist bei einer weiteren Verschärfung mit deutlich stärkeren gesamtwirtschaftlichen Effekten zu rechnen.

Erheblich  
Risiken durch  
geopolitische  
Konflikte

Deutlich negative Effekte auf die weltwirtschaftliche Aktivität würden entstehen, wenn durch die Kämpfe im Irak und in Syrien die Erdölproduktion in der Region gefährdet würde. Zwar scheint das Risiko eines merklichen Anstiegs des Ölpreises angesichts erheblicher Reservekapazitäten relativ gering. Sollten aber weitere Lieferanten ausfallen, etwa im Zuge einer Verschärfung des russisch-ukrainischen Konfliktes oder aufgrund der labilen innenpolitischen Lage in Libyen, dann könnte das Angebot deutlich zurückgehen. Dies hätte nach wie vor gravierende Folgen für die Weltwirtschaft.

Darüber hinaus besteht nach wie vor das Risiko eines erneuten Aufflammens der Krise im Euro-Raum. Zwar erholen sich Länder wie Irland und Spanien von der Krise und auch in Portugal und Griechenland gibt es inzwischen Anzeichen der Besserung. Dafür haben sich die wirtschaftlichen Probleme in Italien und in Frankreich und damit in zwei der großen Volkswirtschaften des Euro-Raums erhöht. Sollten in diesen Ländern notwendige Strukturreformen umgesetzt werden, dürfte dies die Wirtschaftsaktivität im Euro-Raum insgesamt vorübergehend deutlich stärker dämpfen als in der Prognose unterstellt.

## 2. Die Regionen im Einzelnen

### 2.1 Aufschwung in den USA intakt

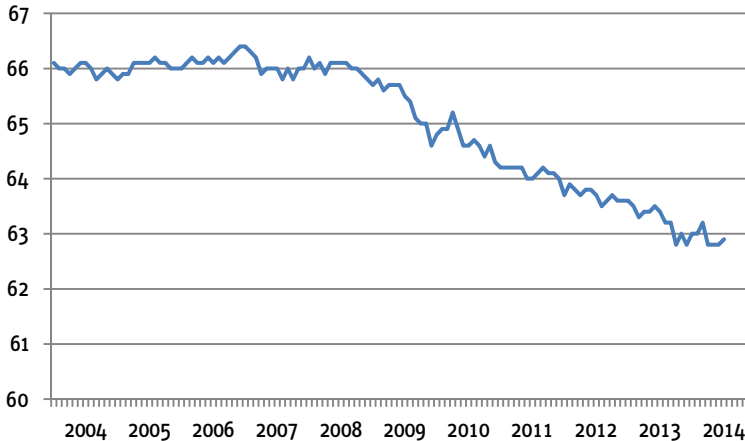
USA machen  
Folgen des  
Wintereinbruchs  
wieder wett

Im zweiten Quartal wurde die gesamtwirtschaftliche Produktion in den USA kräftig erhöht und damit der wetterbedingte Rückgang zu Beginn des Jahres größtenteils wettgemacht. Insbesondere die privaten Investitionen wurden kräftig ausgeweitet, aber auch die private Konsumnachfrage expandierte stärker. Gleichzeitig zogen die Exporte an, die im ersten Quartal ebenfalls deutlich zurückgegangen waren. Diese kräftige Gegenreaktion auf das schwache erste Quartal spricht dafür, dass der Aufschwung nach wie vor intakt ist.



## 2. Die Regionen im Einzelnen

**Schaubild 3**  
**Partizipationsrate in den USA**  
2004 bis 2014



Quelle: Bureau of Labor Statistics.

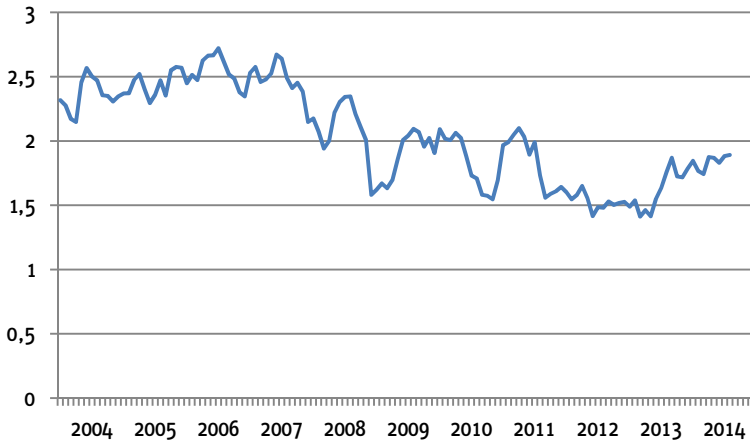
Gestützt wird diese Argumentation dadurch, dass sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt seit Beginn des Jahres weiter entspannt hat. So ist die Beschäftigung trotz des harten Winters seit Februar um durchschnittlich mehr als 200 000 Personen pro Monat gestiegen. Gleichzeitig ist die Arbeitslosenquote von 6,7% im Dezember auf 6,1% im Juni gefallen. Dass die Arbeitslosenquote im Juli leicht auf 6,2% gestiegen ist, kann wohl mit einer steigenden Partizipationsrate erklärt werden (Schaubild 3). Diese war seit Beginn der Großen Rezession von 66% auf zuletzt 63% zurückgegangen und ist damit ungewöhnlich niedrig. Geht man davon aus, dass ein Teil der in die Stille Reserve abgewanderten Personen dem Arbeitsmarkt de facto immer noch zur Verfügung steht, dann spricht dies dafür, dass die Arbeitslosigkeit derzeit höher ist als durch die offizielle Arbeitslosenquote ausgewiesen. Dementsprechend dürfte bei besseren Beschäftigungsaussichten die Partizipationsrate wieder steigen, was den Druck auf die Löhne noch einige Zeit gering hält.

Der Preisauftrieb hat sich seit Beginn des Jahres nur leicht verstärkt. Im Juli sind die Verbraucherpreise um 1,8% gestiegen, die Kernrate (Preise ohne Energie und Nahrungsmittel) um 1,9%. Im Zuge dessen haben sich auch die langfristigen Inflationserwartungen etwas erhöht (Schaubild 4). Sie liegen derzeit mit 1,9% aber auch noch unter dem Inflationsziel der amerikanischen Notenbank (Fed) von 2%.

Weitere  
Entspannung am  
US-Arbeitsmarkt

# Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

**Schaubild 4**  
**Inflationserwartungen in den USA**  
2004 bis 2014



Quelle: Federal Reserve Bank of Cleveland.

Weder die Arbeitsmarktentwicklung noch die Inflationssausichten zeigen damit einen akuten Handlungsbedarf für die Geldpolitik an. Dennoch dürfte der Zeitpunkt für eine Anhebung der Zinsen näher rücken.

Fed dürfte  
Geldpolitik  
allmählich  
weiter straffen

Für die nächste Zeit ist zu erwarten, dass die Fed ihren Kurs einer allmählichen geldpolitischen Straffung fortsetzt. Dies bedeutet, dass sie zunächst die Anleihekäufe im bisherigen Tempo zurückführt, womit das Aufkaufprogramm zu Beginn des kommenden Jahres beendet würde. In diesem Fall dürfte sie im Sommer 2015 beginnen, die Zinsen anzuheben. Aufgrund der in dieser Prognose unterstellten konjunkturellen Erholung ließe sich auch eine Zinserhöhung bereits zu Beginn des Jahres rechtfertigen (Kasten 1). Dementsprechend sind von der Geldpolitik zunehmend dämpfende Effekte zu erwarten. Neben der Kreditvergabe an Unternehmen und Haushalte dürften auch die Aktienkurse auf die steigenden Zinsen reagieren.

Abnehmende  
dämpfende Effekte  
seitens der  
Finanzpolitik

Dagegen werden wohl von Seiten der Finanzpolitik weniger dämpfende Effekte ausgehen als bisher, da sich die Lage der öffentlichen Haushalte inzwischen durch die bisherigen Konsolidierungsmaßnahmen, aber auch durch die verbesserte Konjunktur deutlich verbessert hat. So wurde das Budgetdefizit von 10% im Jahr 2009 auf gut 4% im vergangenen Jahr zurückgeführt, und es dürfte in diesem und im kommenden Jahr weiter sinken. Dennoch zeichnet sich ab, dass zu Beginn des

## 2. Die Regionen im Einzelnen

**Tabelle 3**

**Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften**

2013 bis 2015

	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise <sup>1</sup>			Arbeitslosenquote <sup>2</sup>		
	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %						in %		
	2013	2014 <sup>P</sup>	2015 <sup>P</sup>	2013	2014 <sup>P</sup>	2015 <sup>P</sup>	2013	2014 <sup>P</sup>	2015 <sup>P</sup>
<b>Euro-Raum<sup>3</sup></b>	<b>-0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>12,0</b>	<b>11,6</b>	<b>11,3</b>
Großbritannien	1,7	3,1	2,5	2,6	1,9	2,2	7,5	6,5	5,9
Schweden	1,6	1,8	2,6	0,4	0,1	1,4	8,0	7,9	7,7
Dänemark	0,4	1,1	1,8	0,5	0,6	1,4	7,0	6,6	6,2
<b>EU-21</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,2</b>	<b>1,2</b>	<b>2,5</b>	<b>1,7</b>	<b>1,7</b>	<b>10,7</b>	<b>11,3</b>	<b>11,2</b>
Neue EU-Länder <sup>4</sup>	1,4	2,7	2,8	1,4	0,5	1,8	9,8	9,5	9,3
<b>EU</b>	<b>0,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,4</b>	<b>10,8</b>	<b>10,4</b>	<b>10,1</b>
Schweiz	1,9	1,6	2,0	-0,2	0,1	0,6	3,2	3,2	3,1
Norwegen	0,6	2,0	2,2	2,0	2,0	2,2	3,5	3,3	3,2
<b>Westeuropa<sup>5</sup></b>	<b>0,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>0,8</b>	<b>1,4</b>	<b>10,6</b>	<b>10,2</b>	<b>9,9</b>
USA	2,2	2,2	3,1	1,5	1,8	2,3	7,4	6,3	5,9
Japan	1,5	1,0	1,3	0,4	2,9	1,9	4,0	3,6	3,4
Kanada	2,0	2,1	2,3	0,9	1,7	1,9	7,1	7,0	6,8
<b>Insgesamt<sup>5</sup></b>	<b>1,2</b>	<b>1,7</b>	<b>2,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>8,6</b>	<b>8,0</b>	<b>7,6</b>

*Eigene Berechnungen nach Angaben von Eurostat und nationalen Quellen. – <sup>1</sup>Westeuropa (außer Schweiz) harmonisierte Verbraucherpreisindizes. – <sup>2</sup>Standardisiert. – <sup>3</sup>Für Details siehe Tabelle 5. – <sup>4</sup>Für Details vgl. Tabelle 8. – <sup>5</sup>Mit dem Bruttoinlandsprodukt bzw. der Zahl der Erwerbspersonen von 2012 gewogener Durchschnitt der aufgeführten Länder. – <sup>P</sup>Eigene Prognose.*

kommenden Jahres die Schuldenobergrenze für den Bundeshaushalt erneut erreicht wird. Damit drohen neue Auseinandersetzungen zwischen den politischen Lagern, die den Aufschwung vorübergehend belasten könnten.

Nach dem Auslaufen der genannten Sonderfaktoren dürfte die US-Konjunktur im Sommer zu ihrem Normaltempo zurückgekehrt sein. Für den Prognosezeitraum ist zu erwarten, dass das BIP in etwa mit Raten expandiert, wie sie im zweiten Halbjahr 2013 zu beobachten waren. Das Tempo des Aufschwungs wird voraussichtlich wesentlich von der Einkommens- und Konsumententwicklung bestimmt. Dabei wird davon ausgegangen, dass die Beschäftigung weiter in dem Ausmaß der vergangenen Monate aufgebaut wird. Da die Löhne aber nur verzögert reagieren dürften, ist allerdings mit einer eher moderaten Ausweitung des Konsums zu rechnen. Bei steigender Nachfrage und weiterhin günstigen Finanzierungsbedingungen dürften auch die privaten Investitionen zügiger ausgeweitet werden. Allerdings wird die

USA zurück zu  
konjunkturellem  
Normaltempo

# Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

## Kasten 1

### Wann erhöht die Fed die Leitzinsen?

*Angesichts der rückläufigen Arbeitslosigkeit und der allmählich steigenden Inflationsraten hat die Fed Anfang des Jahres den Ausstieg aus der extrem expansiven Ausrichtung der Geldpolitik eingeleitet. Der Leitzins blieb bisher allerdings unverändert. Für die Einschätzung der künftigen konjunkturellen Entwicklung kommt aber der Zinspolitik eine größere Bedeutung zu, und es stellt sich die Frage, wann die Fed beginnt, die Zinsen zu erhöhen. Zur Beurteilung und Prognose der Zinspolitik wird häufig die sog. Taylor-Regel herangezogen. So haben Carlstrom und Zamen (2014) eine um die Arbeitslosenentwicklung erweiterte Taylor-Regel verwendet, um den geldpolitischen Kurs zu prognostizieren. Im Folgenden wird diese Idee aufgegriffen und die Entwicklung des Taylor-Zinses bis Ende 2015 prognostiziert.*

*In ihrer ursprünglichen Form leitet die Taylor-Regel den Notenbankzins aus der Inflationsrate und der Produktionslücke als Indikator für die derzeitige Wirtschaftsleistung ab. In nachfolgenden Studien wurde die Gleichung oftmals um den verzögerten Geldmarktzins erweitert, um die von vielen Notenbanken betriebene Zinsglättung zu berücksichtigen. Da die Fed nach der Großen Rezession angekündigt hat, dass sie die Zinsen niedrig lässt, bis sich die Arbeitslosigkeit deutlich verringert hat, haben Carlstrom und Zamen (2014) zusätzlich die Arbeitslosenquote und die Veränderung der Beschäftigung in die Taylor-Regel einbezogen. Um eine für die aktuelle Phase geeignete Taylor-Regel zu finden, wurden zwei Varianten geschätzt: Eine, die die Produktionslücke einbezieht, und eine unter Berücksichtigung der Abweichung der Arbeitslosenquote von der NAIRU.<sup>2</sup>*

$$\text{Taylorzins(ALQ)} = 0,0365 + 0,895 \text{ Zins}_{t-1} + 0,5096 \text{ INFL} - 1,2902 \text{ Veränd. (ALQ-NAIRU)}$$

(Standardfehler) (0,170) (0,032) (0,149) (0,278)

$$\text{Taylorzins(Produktionslücke)} = 0,4211 + 0,856 \text{ Zins}_{t-1} + 0,5044 \text{ INFL} + 0,1051 \text{ Produktionslücke}$$

(Standardfehler) (0,201) (0,033) (0,155) (0,039)

*Um auf Basis dieser Gleichungen den Taylor-Zins zu prognostizieren, wurden für das BIP, die Arbeitslosenquote und die Inflationsrate die Werte der aktuellen RWI-Prognose verwendet. Bei NAIRU und Produktionspotenzial wurde auf die Prognose des CBO (2014) zurückgegriffen. Der verzögerte Zins wird mit Hilfe der Gleichung fortgeschrieben.*

*Das Schaubild zeigt die so berechneten Taylor-Zinsen im Vergleich zur Zielrate der Federal Funds Rate, dem für die Politik der Fed relevanten Geldmarktzins. Es ver-*

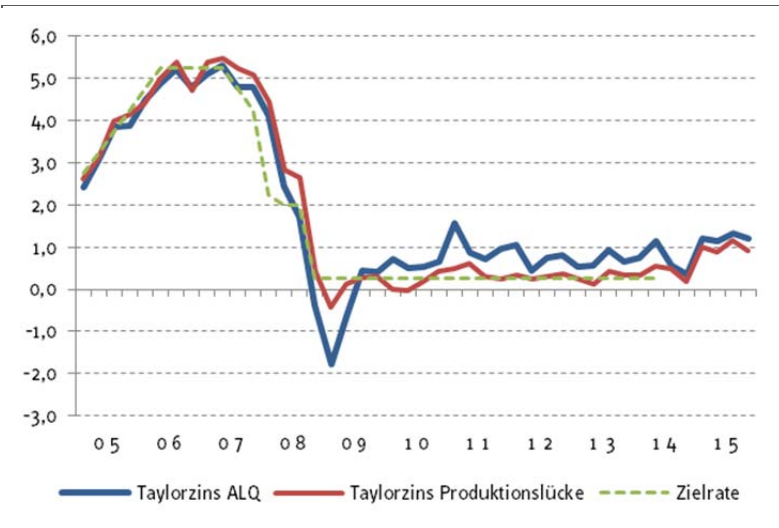
---

<sup>2</sup> Die dargestellten Ergebnisse basieren auf einer Kleinste-Quadrate-Schätzung mit HAC-Standardfehlern. Da nicht auszuschließen ist, dass der verwendete Geldmarktzins eine Einheitswurzel aufweist, wurde die Gleichung alternativ mit Fully Modified OLS geschätzt. Die Koeffizienten unterscheiden sich nur geringfügig von den dargestellten, so dass auf die Wiedergabe verzichtet wird.

## 2. Die Regionen im Einzelnen

deutlich, dass insbesondere seit Beginn der Wirtschaftskrise die Taylorregel mit Produktionslücke die tatsächliche Zielrate besser nachzeichnet als der mit der Arbeitslosenquote berechnete Zins. Beide Gleichungen prognostizieren einen ab Jahresbeginn 2015 steigenden Zins, was eine Leitzinserhöhung der Fed zu diesem Zeitpunkt erwarten lässt.

**Tatsächliche und geschätzte geldpolitische Zielrate in den USA**  
2005 bis 2015



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

Dynamik wohl hinter der früherer Aufschwünge zurückbleiben, zumal die Exporte ebenfalls nur in mäßigem Tempo expandieren dürften. Insgesamt ist zu erwarten, dass die Produktion in diesem Jahr um 2,2% und im kommenden Jahr um 3,1% ausgeweitet wird.

### 2.2 Binnenwirtschaftliche Belebung in Japan

Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Japan wurde in der ersten Jahreshälfte dieses Jahres wesentlich von der Erhöhung der Mehrwertsteuer zum ersten April geprägt. Sie führte dazu, dass Käufe in das erste Quartal vorgezogen wurden, woraufhin die Konsumnachfrage im zweiten Quartal kräftig zurückging. Die Einzelhandelsumsätze, die monatlich veröffentlicht werden, zeigen, dass der Rückgang im zweiten Quartal aus einem Einbruch im April herrührt (Schaubild 5). Bereits im Mai

# Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

Schaubild 5

Einzelhandelsumsätze vor und nach der Erhöhung des Mehrwertsteuersatzes zum 1. April 2014

2013 bis 2014; 2005=100, saisonbereinigt



Quelle: Feri.

stiegen sie wieder gegenüber dem Vormonat. Preisbereinigt liegen sie allerdings immer noch unter dem Niveau vor der Erhöhung. Bei den privaten Investitionen zeigt sich das gleiche Bild wie beim privaten Konsum. Verstärkt wurde das vom Konsum geprägte Konjunkturmuster dadurch, dass auch die Exporte im ersten Quartal deutlich ausgeweitet wurden und im zweiten leicht zurückgingen.

Die Anhebung der Mehrwertsteuersätze hatte deutliche Auswirkungen auf die Teuerung. Der Anstieg der Verbraucherpreise hat sich im April von 1,6% auf 3,4% erhöht. Gleichzeitig ist die Kernrate von 0,6% auf 2,2% gestiegen. Zusätzlich dürfte sich der konjunkturell bedingte Preisauftrieb weiter erhöht haben. Dafür spricht die deutlich verbesserte Situation am Arbeitsmarkt. So ging die Arbeitslosenquote seit Mitte 2013 von 4% auf 3,5% im Mai zurück; im Juni ist sie leicht auf 3,7% gestiegen (Schaubild 6). In den vergangenen Monaten gab es zudem wieder mehr offene Stellen als Arbeitssuchende. Dies hat nach Angaben der japanischen Notenbank mittlerweile zu einem Arbeitskräftemangel in einigen Sektoren geführt, etwa der Bauwirtschaft und dem Einzelhandel. Aufgrund dessen dürften die Löhne in diesen Bereichen und damit letztlich auch die Preise stärker steigen.

Mehrwertsteuer-  
erhöhung treibt  
Teuerung  
in Japan

## 2. Die Regionen im Einzelnen

**Schaubild 6**

**Entwicklung der Arbeitslosenquote in Japan**

1990 bis 2014; saisonbereinigt



Quelle: Statistics Bureau of Japan.

Angesichts dieser Entwicklung dürfte die Geldpolitik allerdings noch nicht auf einen restriktiveren Kurs einschwenken. Zwar ist zu erwarten, dass mit den anziehenden Preisen die Inflationserwartungen steigen und dass sich die Inflationsraten auf einem höheren Niveau bewegen als in den vergangenen Jahren. Wann das Ziel der Notenbank einer mittelfristigen Inflationsrate von 2% erreicht wird, ist gegenwärtig aufgrund der Verzerrungen durch die Mehrwertsteueranhebung aber schwer zu beurteilen. Es ist daher zu erwarten, dass die Notenbank bis zum Ende des Prognosezeitraums ihren expansiven Kurs beibehält.

Von der Finanzpolitik sind für den Prognosezeitraum weitere Maßnahmen zu erwarten. Im Juni wurde bereits ein überarbeitetes Reformprogramm vorgestellt. Darin enthalten ist eine Reform der Körperschaftssteuer, die zu einer Entlastung der Unternehmen führen soll und kurzfristig wirken könnte. Zudem sollen Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten gefördert und die Erwerbsbeteiligung von Frauen erhöht werden, um das Wirtschaftswachstum zu stärken. Dies dürfte allerdings eher mittelfristig wirken. Die Maßnahmen dazu müssen aber noch genauer spezifiziert werden, so dass insbesondere die Budgetwirkungen gegenwärtig nicht abzuschätzen sind. Zudem muss die für Oktober 2015 geplante weitere Mehrwertsteuererhöhung noch beschlossen werden.

Japanische Notenbank bleibt auf expansivem Kurs

Finanzpolitik stellt neues Reformprogramm vor

## Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

Die Entwicklung der Einzelhandelsumsätze und anderer Indikatoren deuten darauf hin, dass die unmittelbaren Effekte der Mehrwertsteuererhöhung inzwischen ausgelaufen sind und die konjunkturelle Grunddynamik nun wieder stärker zum Tragen kommt. Die rückläufige Arbeitslosigkeit und steigende Löhne dürften zunehmend den privaten Konsum stützen. Dies und die weiterhin günstigen Finanzierungsbedingungen dürften die privaten Investitionen stimulieren. Diesen könnte die geplante steuerliche Entlastung der Unternehmen zusätzliche Impulse geben. Angesichts der zögerlichen Belebung der Weltwirtschaft sind allerdings von den Exporten keine deutlichen Impulse zu erwarten. Die positive konjunkturelle Grundtendenz dürfte gegen Ende des Prognosezeitraums von der für den 1. Oktober 2015 geplanten Anhebung des Mehrwertsteuersatzes von 8 auf 10% beeinflusst werden. Insgesamt dürfte die Produktion in diesem Jahr um 1,0% ausgeweitet werden und im kommenden Jahr um 1,3%.

### 2.3 Stabilisierung der Konjunktur in den Schwellenländern

In **China** hat die wirtschaftliche Entwicklung nach einem schwachen Jahresauftakt im Verlauf des ersten Halbjahres 2014 wieder Fahrt aufgenommen. Dies ist zum einen auf wirtschaftspolitische Maßnahmen zurückzuführen, die insbesondere auf die Ausweitung der Investitionen in Infrastruktur sowie Bauten zielten. Zum anderen führte die verbesserte Auslandsnachfrage, vor allem aus den fortgeschrittenen Ländern, zu einem stärkeren Export. In der Folge legte das BIP im zweiten Quartal annualisiert um 8,0% zu, nach 6,0% im ersten Quartal.

Die aktuellen Indikatoren deuten darauf hin, dass sich diese leichte Belebung in der zweiten Jahreshälfte fortsetzen dürfte. Zwar verlangsamte sich der Anstieg der Industrieproduktion im Juli geringfügig, in der Tendenz ist diese aber seit Anfang des Jahres aufwärts gerichtet. Die Erholung des verarbeitenden Gewerbes spiegelt sich auch in einer seit Februar anhaltenden Verbesserung des *Purchasing Managers' Index* wider. Mit der allmählichen Erholung in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften dürfte die Auslandsnachfrage nach chinesischen Produkten mit ähnlichen Raten expandieren wie im zweiten Quartal. Von der Wirtschaftspolitik sind in der zweiten Jahreshälfte keine weiteren Impulse zu erwarten, da die Expansion derzeit im Bereich der von der Regierung angestrebten Rate liegt. Vor diesem Hintergrund erwarten wir einen Zuwachs des BIP um 7,5% in diesem und um 7,2% im kommenden Jahr.

Konjunktur-  
belebung  
in China ...

... bei weiterhin  
bestehenden  
Risiken

Trotz der leichten Belebung bleiben konjunkturelle Risiken bestehen. Ein Problemfeld ist der Immobilienmarkt. Dort sind die Immobilienpreise zuletzt zwar etwas zurückgegangen, so dass die Gefahr einer abrupten Korrektur gesunken sein dürfte. Allerdings könnten die niedrigeren Immobilienpreise nun die Bauinvestitionen



## 2. Die Regionen im Einzelnen

---

deutlich dämpfen (Bundesbank 2014b). Weitere Risiken birgt die konjunkturelle Feinsteuerung durch die chinesische Regierung, weil sie mit häufigen und oft gegenläufigen Interventionen verbunden ist. So ergriff die Geldpolitik zu Beginn des Jahres restriktive Maßnahmen, um das hohe Kreditwachstum einzudämmen. Inzwischen hat die Zentralbank aber wieder unkonventionelle Maßnahmen ergriffen, um die gesamtwirtschaftliche Aktivität zu stützen. Zudem hat das von der Regierung aufgelegte Konjunkturpaket zu einem weiteren Anstieg der Verschuldung der Lokalregierungen geführt.

In **Indien** zeichnet sich nach zwei Jahren schwacher Expansion eine leichte konjunkturelle Erholung ab. Dies dürfte nicht zuletzt auf den Wahlsieg von Premierminister Modi und seiner wirtschaftsnahen und reformorientierten Partei (BJP) zurückzuführen sein. Der mit dem Regierungswechsel einhergehende Rückgang der politischen Unsicherheit dürfte im Prognosezeitraum stimulierend auf die Investitionen wirken. Bereits in der ersten Jahreshälfte scheint sich die Stimmung insgesamt aufgehellt zu haben. So verbessert sich der *Purchasing Managers' Index* nun schon seit Februar kontinuierlich. Allerdings wurde die realwirtschaftliche Aktivität in der ersten Jahreshälfte durch eine Zinserhöhung zu Beginn des Jahres etwas gedämpft. Im weiteren Verlauf dürften von der Geldpolitik keine konjunkturstützenden Maßnahmen erwartet werden, da die Inflation immer noch hoch ist. Eine für kommenden Jahr geplante Steuerreform könnte den Preisauftrieb nochmals beschleunigen. Insgesamt dürfte die konjunkturelle Entwicklung deutlich von dem wirtschaftspolitischen Kurs der neuen Regierung abhängen, da gegenwärtig ein hohes Leistungsbilanzdefizit, Engpässe in der Infrastruktur und ein beträchtliches Budgetdefizit der öffentlichen Haushalte die Konjunktur belasten. Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass das BIP in diesem Jahr um 5,7% und im kommenden um 6,2% ausgeweitet wird.

---

Leichte Erholung  
in Indien

---

In **Ostasien** wurde die an sich aufwärts gerichtete konjunkturelle Dynamik in der ersten Jahreshälfte in einer Reihe von Ländern durch zeitlich begrenzte Faktoren überlagert. So kam es in Singapur zu einem starken Rückgang im verarbeitenden Gewerbe sowie zu einer Verschiebung von öffentlichen Infrastrukturprojekten. Für den Prognosezeitraum deutet sich aber für alle Länder Ostasiens – mit Ausnahme Thailands – eine nachhaltige Belebung der wirtschaftlichen Aktivität an. Dazu trägt zum einen die verbesserte Auslandsnachfrage bei; sowohl aus den fortgeschrittenen Volkswirtschaften als auch aus China. Außerdem dürfte in vielen Ländern der private Konsum stützend wirken; nur in Indonesien wird er in der zweiten Jahreshälfte 2014 wohl zunächst noch geschwächt, da die restriktive Geldpolitik aus dem vergangenen Jahr durchschlagen dürfte. Außerdem dürfte die Fiskalpolitik in vielen Ländern insbesondere durch Infrastrukturprojekte die Konjunktur weiter stützen.

---

Kräftigere  
Auslandsnachfrage  
stimuliert  
Konjunktur  
in Ostasien

---

## Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

**Tabelle 4**

**Reales BIP in ausgewählten Schwellen- und Transformationsländern**

2010 bis 2015; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %

	2010	2011	2012	2013	2014 <sup>P</sup>	2015 <sup>P</sup>
<b>Ostasien<sup>1</sup></b>	<b>7,9</b>	<b>4,4</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>4,0</b>	<b>4,6</b>
Hongkong	6,8	4,9	1,5	2,9	2,5	3,5
Indonesien	6,2	6,5	6,3	5,8	5,1	5,8
Korea	6,5	3,7	2,3	2,7	3,8	3,9
Malaysia	7,4	5,3	5,6	4,7	5,8	5,5
Philippinen	7,7	3,7	6,8	7,2	6,2	6,3
Singapur	15,3	6,1	2,5	4,1	4,0	4,8
Taiwan	10,9	4,3	1,5	2,1	3,3	3,8
Thailand	7,9	0,2	6,8	2,9	1,1	3,6
<b>Indien<sup>2</sup></b>	<b>10,2</b>	<b>6,7</b>	<b>4,7</b>	<b>4,2</b>	<b>5,7</b>	<b>6,2</b>
<b>China</b>	<b>10,4</b>	<b>9,3</b>	<b>7,8</b>	<b>7,7</b>	<b>7,5</b>	<b>7,2</b>
<b>Lateinamerika<sup>1</sup></b>	<b>6,9</b>	<b>4,1</b>	<b>2,1</b>	<b>1,9</b>	<b>1,1</b>	<b>2,3</b>
Argentinien	9,1	8,6	1,0	4,9	-0,6	1,0
Brasilien	7,6	2,8	1,0	1,3	0,8	1,8
Chile	5,7	6,7	5,4	4,4	2,6	3,6
Mexiko	5,1	4,0	4,0	1,1	2,1	3,3
<b>Russland</b>	<b>4,5</b>	<b>4,3</b>	<b>3,4</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,7</b>
<b>Aufgeführte Länder<sup>3</sup></b>	<b>8,2</b>	<b>6,2</b>	<b>4,9</b>	<b>4,4</b>	<b>4,1</b>	<b>4,5</b>

*Eigene Berechnungen nach nationalen Angaben. - <sup>1</sup>Summe der aufgeführten Länder, gewichtet mit dem BIP 2012 in \$. - <sup>2</sup>Werte für das Fiskaljahr (April - März). - <sup>3</sup>Gewichtet mit den Anteilen am deutschen Export 2012. - <sup>P</sup>Eigene Prognose.*

Politische  
Krise hinter-  
lässt Spuren  
in Thailand

In Thailand hat die politische Krise im ersten Halbjahr deutliche Spuren hinterlassen, da sie sowohl die inländische Nachfrage als auch den Tourismus stark beeinträchtigte. Die neue Militärregierung dürfte auf Eis gelegte Infrastrukturprojekte fortführen, so dass die Investitionen im Verlauf der Prognosezeitraums wohl wieder stärker zulegen. Vom Konsum und dem für Thailand immer wichtiger werdenden Tourismus dürften aber nur allmählich wieder positive Impulse kommen.

Vor diesem Hintergrund erwarten wir für diese Region einen Zuwachs des BIP von 4,0% in diesem und von 4,6% im kommenden Jahr. Die Risiken für die konjunkturelle Entwicklung der Länder Ostasiens liegen zum einen in der Abhängigkeit von der Auslandsnachfrage, insbesondere aus China. Zum anderen stehen in einigen Ländern Strukturreformen an, z.B. in Indonesien, und ein Scheitern der Umsetzung dieser dürfte sich negativ auswirken. Auch das Risiko eines erneut kräftigen Kapitalabzugs ist nicht vollständig ausgeräumt, hat sich aber deutlich verringert.

## 2. Die Regionen im Einzelnen

---

In **Lateinamerika** setzte sich in der ersten Jahreshälfte die schwache konjunkturelle Entwicklung fort. In Mexiko und Chile dämpfte vor allem die schwächelnde Inlandsnachfrage das Expansionstempo. Beide Länder setzten Steuerreformen um, welche sich negativ auf Investitionen und Realeinkommen auswirkten. Chile litt zudem unter der schwachen Nachfrage des Auslands nach Rohstoffen, während sich in Mexiko die Exporte bereits etwas belebten. Mit der Belebung der Konjunktur in wichtigen Absatzmärkten, insbesondere in den USA, und der Erholung der Investitionen dürfte die Expansion des BIP im Prognosezeitraum wieder etwas stärker zulegen.

Deutlich ungünstiger ist die konjunkturelle Lage weiterhin in Brasilien und vor allem in Argentinien. In Brasilien ist das BIP in drei der vergangenen vier Quartale gesunken. Bremsend wirken Defizite in der Infrastruktur, eine restriktive Geldpolitik und die Erwartung einer deutlich restriktiveren Fiskalpolitik nach den Wahlen im Oktober. Die Fußball-Weltmeisterschaft brachte keine wirtschaftlichen Impulse, sondern dämpfte aufgrund verordneter zusätzlicher Feiertage eher die wirtschaftliche Aktivität. Durch die Krise in Argentinien und der nur moderaten Entwicklung in China gingen zudem die Exporte spürbar zurück. Zwar ist zu erwarten, dass im kommenden Jahr mit nachlassender Inflation der Konsum wieder leicht zulegen und die Exporte mit der verbesserten Auslandsnachfrage wieder stärker steigen werden. Doch dürften die Expansionsraten angesichts der ungünstigen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen moderat bleiben.

In Argentinien ist die Industrieproduktion bereits seit Mitte 2013 rückläufig, im ersten Quartal 2014 schrumpfte auch das BIP. Die Inflation steigt kontinuierlich und lag zuletzt bei 40%. Dadurch sanken die Reallöhne deutlich, was sich negativ auf den Konsum auswirkte. Das ohnehin schwache Vertrauen der Konsumenten und Investoren dürfte weiter leiden, seit das Land aufgrund juristischer Auseinandersetzungen mit Gläubigern technisch gesehen zahlungsunfähig ist. Der weiter abwertende Peso könnte zwar die Exporte fördern. Ohne die Umsetzung von Strukturereformen sowie eine effektive Bekämpfung der Inflation sind die Chancen für eine konjunkturelle Wende aber gering. Insgesamt erwarten wir für die Länder Lateinamerikas einen Zuwachs des BIP um 1,1% in diesem und um 2,2% im kommenden Jahr.

In **Russland** nahm das BIP in der ersten Hälfte dieses Jahres lediglich um 0,9% gegenüber dem gleichen Vorjahreszeitraum zu, nach 1,7% im zweiten Halbjahr 2013. Saisonbereinigt dürfte die Produktion im ersten Halbjahr 2014 damit sogar zurückgegangen sein. Ursächlich für die neuerliche Verlangsamung des Expansions tempos war vor allem der russisch-ukrainische Konflikt. Aber bereits vorher zeichnete sich eine Abschwächung der wirtschaftlichen Dynamik aufgrund struktu-

---

Schwache  
Entwicklung  
in Lateinamerika

---

---

Neuerliche  
Verlangsamung  
in Russland

---

## Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

reller Schwächen ab. Zu diesen zählen ein Mangel an – vor allem qualifizierten – Arbeitskräften, der zu einer geringen Zunahme der Arbeitsproduktivität führt, sowie eine schmale Exportbasis.

Sanktionen  
dämpfen  
Investitionen ...

Die dadurch ohnehin schwache Investitionsnachfrage und eingetrübte Stimmung der Unternehmen verschlechterten sich im Verlauf des ersten Halbjahres durch die aufgrund des russisch-ukrainischen Konfliktes verhängten Sanktionen. Sie erschwerten insbesondere den Zugang russischer Unternehmen zu den internationalen Kapitalmärkten. So sank die Kreditvergabe ausländischer Banken an Russland im zweiten Quartal um mehr als 40% gegenüber dem Vorjahr. Dies belastete zunehmend den privaten Konsum, der zudem unter sinkenden Realeinkommen litt, ungeachtet der stabilen Beschäftigung. Stützend wirkten dagegen die anhaltend hohen Ölpreise, und die Steuereinnahmen aus dem Öl-Geschäft nahmen auch infolge der Rubel-Abwertung zu. Ebenfalls expansiv wirkten die Staatsausgaben, darunter nahmen insbesondere die Rüstungsausgaben in den ersten fünf Monaten des Jahres im Vorjahresvergleich um 40% zu.

... und ver-  
stärken den  
Preisaufrtrieb

Trotz der schwächeren Konjunktur blieb die Inflationsrate in der ersten Jahreshälfte hoch und erreichte im Juni 7,8%. Der Hauptgrund dafür waren aufgrund der Abwertung des Rubels steigende Importpreise und die Verteuerung vieler Lebensmittel. Letztere dürfte sich im Prognosezeitraum noch verstärken, weil Russland auf die Sanktionen mit einem Importstopp für Landwirtschaftsprodukte aus der EU reagierte. Zudem sind preistreibende Effekte von den angekündigten Steuererhöhungen und der Anhebung administrierter Preise zu erwarten. Als Reaktion auf die anhaltend hohe Inflation erhöhte die russische Notenbank den Leitzins seit März 2014 bereits drei Mal auf zuletzt 8%. Bei steigendem Inflationsdruck ist mit weiteren Zinserhöhungen bis Ende des Jahres zu rechnen.

Die wirtschaftliche Entwicklung Russlands wird im Prognosezeitraum durch den russisch-ukrainischen Konflikt und das Ausmaß von Sanktionen und Gegensanktionen geprägt sein. Dadurch bleibt die Unsicherheit für Investoren hoch. Neben der geringen Investitionsbereitschaft inländischer und ausländischer Unternehmen dürften eine Kapitalknappheit und die dadurch erhöhten Kapitalkosten in zunehmendem Maße dämpfend wirken. Zwar dürfte der private Konsum weiterhin die Expansion stützen, aber wohl langsamer zunehmen, weil steigende Zinsen die Zunahme der Verschuldung der privaten Haushalte bremsen dürften. Steigende Staatsausgaben für große öffentliche Infrastrukturprojekte und Rüstung dürften dagegen expansiv wirken. Alles in allem erwarten wir einen mäßigen Anstieg des BIP um 0,2% in diesem und um 0,7% im kommenden Jahr.

## 2. Die Regionen im Einzelnen

### 2.4. Erholung im Euro-Raum bleibt schwach

Die Erholung im Euro-Raum hat sich zu Jahresbeginn abgeschwächt. Zwar stagnierte die Wirtschaftsleistung im zweiten Quartal, dies war jedoch auch auf den ungewöhnlich milden Winter in großen Teilen des Euro-Raums zurückzuführen. Durch die milden Temperaturen im ersten Quartal wurden Investitionen, insbesondere im Bau, getätigt, die üblicherweise im Frühjahr vorgenommen worden wären.<sup>3</sup> Im zweiten Quartal wurden die wetterbedingten Sondereffekte korrigiert. Das BIP im Euro-Raum stagnierte insgesamt, während der Euro-Raum ohne Deutschland ein leichtes Wachstum verzeichnete.<sup>4</sup>

Belebung im  
Euro-Raum  
verliert  
an Fahrt

Positive Wachstumsbeiträge gingen im zweiten Quartal insbesondere vom privaten Konsum aus. Dessen Anstieg um 0,3% dürfte auf die verbesserte Arbeitsmarktsituation sowie auf die aufgrund sinkender Energie- und Nahrungsmittelpreise gestiegene Kaufkraft zurückzuführen sein. Auch der Staatskonsum legte gegenüber dem Vorquartal um 0,2% zu. Hingegen nahmen die Bruttoanlageinvestitionen um 0,3% ab, wobei Sondereffekte wie das Wetter und die geopolitische Lage vermutlich eine wichtige Rolle gespielt haben. Positive Impulse gingen vom Außenbeitrag aus. So stiegen die Exporte deutlich stärker als die Importe, wodurch der Außenbeitrag mit 0,1%-Punkten zum Wachstum beitrug.

Positiv mit Blick auf die weitere Entwicklung zu bewerten ist, dass die Wirtschaft in den meisten von der Schulden- und Vertrauenskrise stark betroffenen Ländern in der ersten Jahreshälfte expandierte. In Spanien und Portugal erholt sich die Konjunktur in der Tendenz bereits seit dem Frühjahr 2013 und auch in Griechenland dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion zuletzt wieder gestiegen sein. Anders stellt sich die Lage in Frankreich und Italien dar. In Frankreich stagnierte die Wirtschaftsleistung, die Wirtschaft Italiens ist im Frühjahr sogar wieder in eine Rezession gerutscht. Beide Volkswirtschaften litten insbesondere unter den Einbrüchen der privaten Investitionen. Neben der schwachen Konjunktur, einer Mehrwertsteuererhöhung zu Jahresbeginn in Frankreich und nach wie vor ungünstigen Finanzierungsbedingungen in Italien dürfte in beiden Ländern ein Teil dieses Rückgangs auch auf die Unsicherheit über den weiteren wirtschaftspolitischen Kurs zurückzuführen sein. Negative Impulse kamen in beiden Ländern zudem vom Außenbeitrag.

Wirtschaft  
der Krisenländer  
erholt sich  
weiter

<sup>3</sup> In den Niederlanden wirkte die milde Witterung in umgekehrter Richtung. Eine geringe Nachfrage nach Erdgas minderte die Wirtschaftsleistung im ersten Quartal.

<sup>4</sup> Zu den Problemen bei der statistischen Trennung von Konjunktur und Witterungseinflüssen vgl. Döhrn (2014).

## Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

**Tabelle 5**

**Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Ländern des Euro-Raums**

2013 bis 2015

	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote <sup>1</sup>		
	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %						in %		
	2013	2014 <sup>p</sup>	2015 <sup>p</sup>	2013	2014 <sup>p</sup>	2015 <sup>p</sup>	2013	2014 <sup>p</sup>	2015 <sup>p</sup>
Deutschland	0,1	1,5	1,8	1,6	1,0	1,6	5,3	5,0	4,8
Frankreich	0,4	0,3	0,5	1,0	0,7	0,9	10,3	10,3	10,1
Italien	-1,8	-0,2	0,4	1,3	0,4	0,8	12,2	12,6	12,4
Spanien	-1,2	1,3	1,9	1,5	0,1	0,8	26,1	24,6	23,4
Niederlande	-0,7	0,7	1,2	2,6	0,6	1,3	6,7	6,9	6,6
Belgien	0,2	1,0	1,1	1,2	1,2	1,8	8,4	8,5	8,3
Österreich	0,3	1,0	1,6	2,1	1,7	1,8	4,9	5,0	5,0
Griechenland	-3,9	0,1	1,8	-0,9	-1,2	0,1	27,5	27,1	25,9
Finnland	-1,2	-0,1	1,3	2,2	1,2	1,6	8,2	8,6	8,3
Portugal	-1,4	0,8	1,3	0,4	-0,2	0,5	16,4	14,2	13,7
Irland	0,2	3,0	2,8	0,5	0,5	0,9	13,1	11,6	10,7
Slowakei	0,9	2,5	2,5	1,5	0,0	1,4	14,2	13,8	12,8
Luxemburg	2,1	2,4	2,5	1,7	1,1	2,2	5,9	6,2	6,2
Slowenien	-1,1	0,2	1,0	1,9	0,9	1,5	10,1	10,1	10,0
Lettland	4,1	3,0	3,7	0,0	0,7	1,8	11,9	11,1	10,8
Zypern	-5,4	-3,0	0,9	0,4	-0,5	1,4	15,9	15,4	14,8
Estland	2,2	2,1	3,0	3,2	1,1	2,4	8,6	7,9	7,5
Malta	2,9	2,6	2,0	1,0	1,1	1,8	6,4	5,9	5,9
<b>Euro-Raum<sup>2</sup></b>	<b>-0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>12,0</b>	<b>11,6</b>	<b>11,3</b>

Eigene Berechnungen nach Angaben von Eurostat und nationalen Quellen. - <sup>1</sup>Standardisiert. -

<sup>2</sup>Mit dem Bruttoinlandsprodukt bzw. der Zahl der Erwerbspersonen von 2012 gewogener Durchschnitt der aufgeführten Länder. - <sup>p</sup>Eigene Prognose.

Leichter  
Rückgang der  
Arbeitslosigkeit

Die Erholung im Euro-Raum hat sich in den vergangenen beiden Quartalen positiv auf den Arbeitsmarkt ausgewirkt. Seit Januar 2014 ist die Arbeitslosenquote langsam aber kontinuierlich von 11,8% auf 11,5% im Juli 2014 gesunken, wobei gleichzeitig die Zahl der Beschäftigten um über eine halbe Million zugenommen hat. Allerdings gibt es insbesondere zwischen den vier großen Mitgliedsländern deutliche Unterschiede. Während die harmonisierte Arbeitslosenquote in Deutschland und Spanien seit Jahresbeginn um 0,3%-Punkte bzw. 1%-Punkt gesunken ist, stieg sie in Frankreich leicht um 0,1%-Punkte und lag in Italien auf Januar-Niveau.

Die Lage der öffentlichen Haushalte hat sich im vergangenen Jahr in der Mehrzahl der Euro-Raum-Länder weiter verbessert (Tabelle 6). Allerdings verfehlten acht Staaten – darunter Frankreich, Italien und Spanien – die im Stabilitäts- und Wachs-

## 2. Die Regionen im Einzelnen

**Tabelle 6**

### Gesamtstaatliche Budgetsalden im Euro-Raum

2013 bis 2015; in % des nominalen BIP

	2013	2014 <sup>p</sup>	2015 <sup>p</sup>
Belgien	-2,6	-2,6	-2,8
Deutschland	0,3	0,4	0,4
Estland	-0,2	-0,6	-0,6
Finnland	-2,1	-2,3	-1,4
Frankreich	-4,1	-4,2	-4,1
Griechenland	-12,7	-1,6	-1,0
Irland	-6,7	-4,5	-4,0
Italien	-3,0	-2,9	-2,6
Luxemburg	0,1	-0,2	-1,5
Lettland	-1,0	-1,0	-1,1
Malta	-2,8	-2,5	-2,5
Niederlande	-2,4	-2,6	-1,8
Österreich	-1,5	-2,8	-1,5
Portugal	-4,9	-4,1	-2,5
Slowakei	-2,8	-2,9	-2,8
Slowenien	-14,7	-4,4	-3,1
Spanien	-7,1	-5,6	-6,1
Zypern	-5,4	-5,8	-6,0
<b>Euro-Raum</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,4</b>

Eigene Berechnungen nach Angaben der EU-Kommission. – <sup>p</sup>Eigene Prognose.

tumspakt vereinbarte Defizitgrenze von 3% in Relation zum BIP nach wie vor. Die hohen Defizitquoten sind dabei nicht ausschließlich die Folge der schwachen Konjunktur. Darauf deuten die um konjunkturelle Einflüsse bereinigten strukturellen Budgetsalden hin. Neben Deutschland und Luxemburg wies im vergangenen Jahr nur Griechenland einen positiven strukturellen Saldo aus. Daher besteht weiterhin vielerorts erheblicher fiskalischer Anpassungsbedarf.

- i** In Frankreich betrug die Defizitquote 2013 4,3% und lag damit 0,2%-Punkte höher als geplant. Auch in diesem Jahr und in kommenden Jahren wird die 3%-Grenze wohl deutlich überschritten. Frankreich war 2013 zudem das einzige Land unter den großen Volkswirtschaften des Euro-Raums, das ein strukturelles Primärdefizit aufwies. Daher erscheint eine Reduktion der stetig weiter steigenden Staatsausgaben in Zukunft unumgänglich.
- i** In Italien lag die Defizitquote im vergangenen Jahr nur leicht über 3%. In diesem Jahr dürfte diese Marke erstmals seit Ausbruch der Wirtschaftskrise unterschritten werden. Die strukturelle Defizitquote dürfte dabei bei unter einem Prozent liegen.

Öffentliche Haushalte weiter verbessert...

... aber viele Länder mit übermäßigem Defizit

## Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

**ii** In Spanien, Irland, Portugal und Griechenland verbessert sich die fiskalische Situation zunehmend, auch wenn die Defizitquoten im vergangenen Jahr noch sehr hoch ausfielen. Die Länder haben beachtliche Fortschritte bei der Budgetkonsolidierung erzielt und dürften 2014 nochmals deutlich niedrigere Defizite aufweisen. Griechenland, Portugal und möglicherweise auch Irland könnten in diesem Jahr erstmals seit langer Zeit Primärüberschüsse erzielen. Spanien wird dieses Ziel planmäßig erst 2016 erreichen. Allerdings dürfte Spanien aufgrund der guten konjunkturellen Lage sein Defizitziel von 5,8% in Relation zum BIP in diesem Jahr unterschreiten.

Inflation  
weiter  
rückläufig

Der Anstieg der Verbraucherpreise hat sich seit Jahresbeginn weiter abgeschwächt. Im August dürfte der Preisaufrtrieb im Euro-Raum gegenüber dem Vorjahresmonat nur 0,3% betragen haben. Dies entspricht einem Rückgang von 0,5%-Punkten im Vergleich zum Januar. Ein Grund für die niedrige Inflation sind die gesunkenen Preise für Energie und unbehandelte Nahrungsmittel. Allerdings wird der Preisaufrtrieb auch stark von der schleppenden wirtschaftlichen Erholung und den unterausgelasteten Produktionskapazitäten gedämpft (vgl. Kasten 2). In Griechenland und Portugal gehen die Verbraucherpreise nach wie vor zurück und auch in Spanien dürfte der Verbraucherpreisindex zuletzt gesunken sein. Da das reale BIP im Euro-Raum auch in diesem Jahr noch immer deutlich unterhalb seines Potenzialniveaus liegen dürfte, wird der Druck auf die Preise anhalten. Der weitere Rückgang der Inflationsraten hat Befürchtungen Auftrieb gegeben, der Euro-Raum könne in eine Deflationsphase geraten.

Schwache  
Entwicklung der  
Kreditvergabe

Der deutliche Rückgang der Inflation und die sich zuletzt abschwächende konjunkturelle Dynamik waren auch die Begründung dafür, dass die EZB den maßgeblichen Leitzins seit März in zwei Schritten um insgesamt 20 Basispunkte auf 0,05% gesenkt hat. Diese schwache konjunkturelle Entwicklung geht einher mit einer ebenfalls nur schwachen monetären Entwicklung. Die Zuwachsrates des breiten Geldmengenaggregats M3 betrug im Juli lediglich 1,8%. Auch die Kreditentwicklung war kraftlos. Das Volumen der an private Haushalte vergebenen Kredite erhöhte sich um lediglich 0,5%, und das Volumen der Unternehmenskredite sank sogar um 2,2%. Da die Nullzinssschranke jedoch bereits erreicht ist hat die EZB weitere Programme bereits angekündigt, um zusätzliche Impulse zu setzen. Es wurden zwei Programme zum Ankauf von Wertpapieren sowie gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (GLRG) angekündigt.

Allerdings ist die Inflationsrate aktuell durch exogene Faktoren unterzeichnet und die deutliche Abwertung des Euro dürfte sich demnächst in steigenden Preisen niederschlagen. Daher erwarten wir, sofern negative Schocks ausbleiben, dass sich



## 2. Die Regionen im Einzelnen

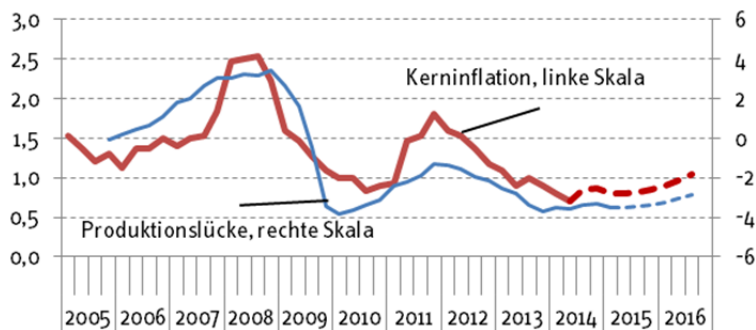
### Kasten 2

#### Disinflationsprozesse und Deflationsgefahr im Euro-Raum

Der Preisauftrieb im Euro-Raum hat sich seit etwa zwei Jahren deutlich abgeschwächt, obwohl die Geldpolitik im gleichen Zeitraum stark expansiv ausgerichtet war. Lag die Inflationsrate im August 2012 noch bei 2,6%, so betrug sie im Juli 2014 gerade noch 0,4%. Die Inflationsrate wird derzeit allerdings stark durch globale Einflussfaktoren wie die Entwicklung der Energie- und Nahrungsmittelpreise sowie durch steuerliche Änderungen beeinflusst und ist somit kein verlässlicher Gradmesser für den endogenen Preisauftrieb. So fiel die Kerninflationsrate<sup>5</sup> im gleichen Zeitraum lediglich um 0,8%-Punkte. Dennoch stellt sich die Frage nach den Ursachen der rückläufigen Kerninflationsraten und deren Implikationen für die weitere Entwicklung der Verbraucherpreise.

Eine Begründung für den Rückgang der Kerninflationsrate liefert die Phillips-Kurve, welche einen positiven Zusammenhang zwischen Inflation und Auslastung der Produktionskapazitäten postuliert. Empirisch lässt sich für die letzten Jahre ein solcher Zusammenhang zeigen.<sup>6</sup> Da Preise gemeinhin verzögert auf die Konjunktur reagieren, ist im Schaubild der Produktionslücke mit einer Verzögerung von drei Quartalen dargestellt. Es wird deutlich, dass sich die Verbraucherpreisinflation über den gesamten dargestellten Zeitraum ähnlich der Produktionslücke entwickelt hat. Schreibt man den Zusammenhang zwischen Produktionslücke und Kerninflation fort, so dürfte die Kerninflation im Euro-Raum im Prognosezeitraum wieder etwas anziehen.

#### Zusammenhang zwischen der Produktionslücke und Kerninflation im Euro-Raum 2005-2016; in % bzw. %-Punkten



Eigene Berechnungen nach Angaben der EU-Kommission. Gestrichelt: Eigene Prognose.

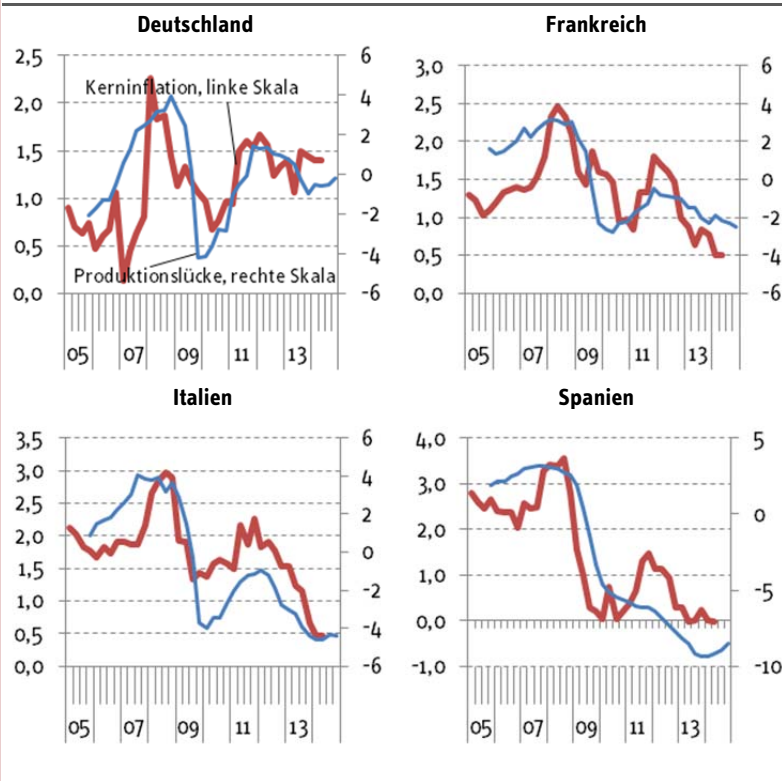
<sup>5</sup> Hier gemessen am Verbraucherpreisindex zu konstanten Steuersätzen ohne Energie und unbearbeitete Nahrungsmittel.

<sup>6</sup> Die Kapazitätsauslastung wird gemessen an der Produktionslücke, also der Abweichung des realen BIP zum Potenzial BIP im Verhältnis zum Potenzial BIP. Dabei wurde die Potenzialschätzung der Europäischen Kommission (AMECO-Datenbank) zugrunde gelegt.

## Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

Einen ähnlichen Zusammenhang findet man in den vier großen Volkswirtschaften. In Deutschland, wo die Kapazitätsauslastung höher ist als in den anderen Ländern, war der Rückgang der Inflationsraten auch weniger ausgeprägt. In Spanien hat sich die Kapazitätsauslastung zuletzt etwas verbessert, was für die Zukunft etwas höhere Preissteigerungsraten erwarten lässt. In Italien und Frankreich hingegen verschlechterte sich die Kapazitätsauslastung jüngst wieder, so dass der Druck auf die Preise anhalten und die Kerninflationsraten weiter sinken dürften.

**Produktionslücke und Kerninflation in ausgewählten Ländern des Euro-Raums**  
2005-2014; in % bzw. %-Punkten



Eigene Berechnungen nach Angaben der EU.

Der Zusammenhang zwischen Inflation und Produktionslücke lässt sich allerdings nur dann in die Zukunft fortschreiben, wenn sich die Inflationserwartungen in Folge der Niedriginflationsphase nicht deutlich reduziert haben. Erwartet die Wirtschaftssubjekte in Zukunft niedrigere Inflationsraten könnte das Auswirkungen auf die Konsumnachfrage haben und damit die Inflationsrate zusätzlich dämpfen. Stützt

## 2. Die Regionen im Einzelnen

man sich auf die aktuellen Prognosen des Survey of Professional Forecasters der EZB, scheinen die mittelfristigen Inflationserwartungen nach wie vor am Inflationsziel der EZB verankert. Die aus Finanzmarktdaten abgeleiteten Erwartungen für die Inflation über die kommenden fünf Jahre deuten dagegen derzeit auf leicht gefallene Inflationserwartungen hin. Darin dürfte sich aber auch die aktuell gesunkene Inflation widerspiegeln.

bei einem Anziehen der Nachfrage und einer Aufhellung der konjunkturellen Perspektiven der Preisauftrieb wieder verstärkt. Sollte sich jedoch herauskristalisieren, dass die Impulse durch die Geldpolitik nicht ausreichen und sich die konjunkturelle Situation eintrübt, dürfte die EZB zusätzliche Maßnahmen ergreifen. Ein Ankaufprogramm für Staatsanleihen erscheint wahrscheinlich, wenngleich dessen Effektivität in Zweifel gezogen werden kann.

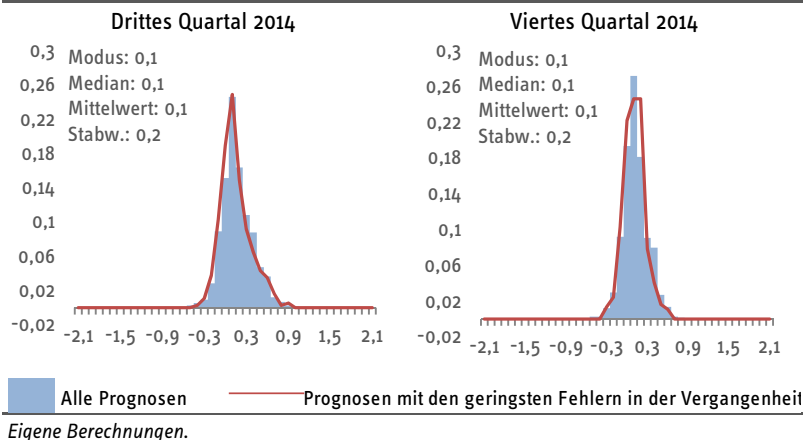
Kurzfristig dürfte die Erholung im Euro-Raum noch schleppend verlaufen. Darauf deuten jedenfalls die aktuellen Indikatoren hin. Der *Economic Sentiment Indicator* ist im August erneut gesunken und auch der *Purchasing Managers' Index* ist nach leichter Erholung im Juli wieder gefallen. Beide Indikatoren weisen auf eine schlechtere Stimmung insbesondere in der Industrie hin. Ein ähnliches Bild zeichnet der Geschäftsklimaindex der OECD. Auch die realwirtschaftlichen Indikatoren deuten auf eine vorübergehende Schwächeperiode hin. Das von uns für die Kurzfristschätzung verwendete System von Brückengleichungen zeigt einen Zuwachs der

Erholung verläuft vorerst schleppend ...

### Schaubild 7

#### Kurzfristschätzung der Zuwachsrates des BIP im Euro-Raum

Verteilung der Prognosen der Vorquartalsveränderung



## Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

**Tabelle 7**

### Eckwerte der Konjunktur im Euro-Raum

2011 bis 2015; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %

	2011	2012	2013	2014 <sup>P</sup>	2015 <sup>P</sup>
Privater Konsum	0,3	-1,4	-0,6	0,7	0,9
Öffentlicher Konsum	-0,1	-0,6	0,2	0,8	0,6
Bruttoanlageinvestitionen	1,7	-3,8	-2,8	1,0	1,4
Vorratsveränderungen <sup>1</sup>	0,3	-0,5	0,0	0,0	0,0
Inlandsnachfrage	0,6	-2,3	-0,9	0,7	0,9
Export	6,7	2,8	1,5	2,7	4,3
Import	4,7	-0,8	0,4	2,9	4,2
Außenbeitrag <sup>1</sup>	0,9	1,5	0,5	0,0	0,2
<b>Bruttoinlandsprodukt</b>	<b>1,6</b>	<b>-0,6</b>	<b>-0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,2</b>
Verbraucherpreise	2,7	2,5	1,4	0,6	1,1
Arbeitslosenquote <sup>2</sup>	10,1	11,3	12,0	11,6	11,3

*Eigene Berechnungen nach Angaben von Eurostat. – <sup>P</sup>Eigene Prognose. – <sup>1</sup>Wachstumsbeitrag in %-Punkten. – <sup>2</sup>Harmonisiert nach ILO, in % der Erwerbspersonen.*

gesamtwirtschaftlichen Produktion im dritten und im vierten Quartal 2014 von jeweils etwas mehr als 0,1% an (Schaubild 7).

... wird im  
Verlauf  
aber lebhafter

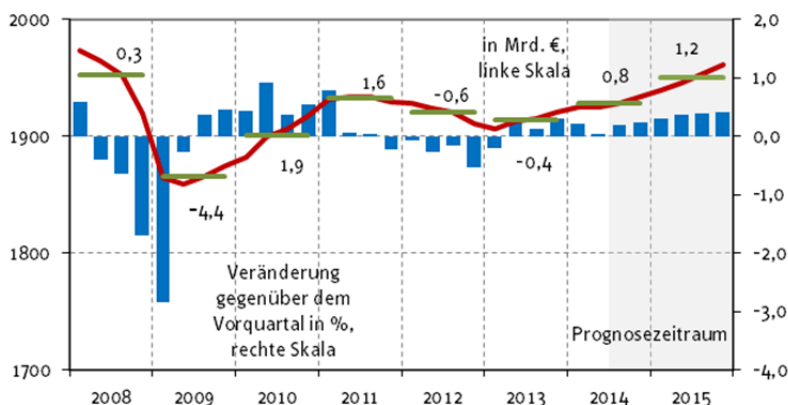
Im weiteren Prognoseverlauf wird sich die Erholung im Euro-Raum beleben. Der Restriktionsgrad der Finanzpolitik dürfte leicht abnehmen, wobei allerdings in Frankreich noch weitere Konsolidierungsanstrengungen erforderlich sind. Insgesamt werden vom staatlichen Konsum nur moderate Expansionsbeiträge ausgehen. Der kontinuierliche Anstieg der Beschäftigung sowie geringe Inflationsraten werden dem privaten Konsum voraussichtlich Auftrieb verleihen. Aufgrund der weiterhin hohen Arbeitslosigkeit und privaten Verschuldung bleibt aber auch dessen Expansionsbeitrag gedämpft. Unsicherheiten über die geopolitische Lage werden die Investitionen in der kurzen Frist aber wohl belasten. Allerdings dürften sich die Finanzierungsbedingungen in den Krisenländern allmählich verbessern und die Kapazitätsauslastung steigen; damit werden im Prognosezeitraum die Investitionen voraussichtlich ausgeweitet. Positive Impulse sind vom Außenhandel zu erwarten, da die Belebung des Welthandels und ein geringerer Außenwert des Euro die Exporte stärken dürften und die preisliche Wettbewerbsfähigkeit einiger Mitgliedsstaaten sich inzwischen verbessert hat.

## 2. Die Regionen im Einzelnen

**Schaubild 8**

### Bruttoinlandsprodukt im Euro-Raum

2008 bis 2015; in Preisen von 2005; saisonbereinigter Verlauf



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

Alles in allem erwarten wir für das laufende Jahr einen Zuwachs des BIP um 0,8% und für das kommende Jahr von 1,2% (Schaubild 8). Bei dieser Prognose verbessert sich die Kapazitätsauslastung, wodurch sich auch der Preisdruck erhöht. Die Inflationsrate im laufenden und kommenden Jahr wird voraussichtlich bei 0,6% und 1,1% liegen. Die Arbeitslosenquote dürfte mit zunehmender konjunktureller Erholung im Prognosezeitraum nur leicht sinken, da ein wesentlicher Teil der Arbeitslosigkeit struktureller Natur ist. In diesem Jahr wird die Quote voraussichtlich 11,6% betragen und im kommenden Jahr auf 11,3% sinken.

Inflation im Euro-Raum wird anziehen

### 2.5 Wirtschaftsdynamik in Großbritannien bleibt hoch

In Großbritannien hat sich der Aufschwung gefestigt. Im ersten Halbjahr wurde die Produktion in beiden Quartalen um jeweils 0,8% kräftig ausgeweitet. Dadurch übertraf das BIP zur Jahresmitte 2014 zum ersten Mal das Vorkrisenniveau. Die hohe Wirtschaftsdynamik wurde im Wesentlichen von der Inlandsnachfrage getragen.

Gefestigter Aufschwung in Großbritannien

Die hohe Steigerung der Nachfrage geht mit einer Besserung der Lage auf dem Arbeitsmarkt einher. Die Arbeitslosenquote sank deutlich auf zuletzt 6,5% und hat damit den von der Bank of England (BoE) für die Leitzinserhöhung festgesetzten Schwellenwert von 7% unterschritten. Gleichzeitig stieg das Volumen der geleiste-

## Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

ten Arbeitsstunden kräftig an, das aktuell um 4% über dem Vorkrisen-Höchstwert liegt. Auch die Erwerbsbeteiligung lag zuletzt mit 63,9% auf einem hohen Niveau (BoE 2014). Trotz der kräftig steigenden Beschäftigung stagnieren die Löhne bisher auf niedrigem Niveau. Aufgrund des schwachen Produktivitätswachstums sind die Spielräume für Lohnerhöhungen derzeit aber noch gering.

Investitionen  
kräftig  
ausgeweitet

Angesichts der günstigen Konjunkturaussichten und noch niedriger Zinsen haben die Unternehmen ihre Investitionen im ersten Quartal kräftig ausgeweitet. Die aktuelle vierteljährliche Umfrage des Verbandes der Britischen Industrie (CBI) deutet darauf hin, dass sich diese Entwicklung fortsetzt. Danach sollen die geplanten Investitionen in Kapazitätserweiterungen und Innovationen nämlich ihren höchsten Stand seit 1979 bzw. 1989 erreichen (CBI 2014).

Dagegen expandierten die Exporte nur verhalten. Sie litten vor allem unter der konjunkturellen Schwäche im Euro-Raum sowie dem starken Pfund, das um 14% gegenüber dem Tiefststand im März 2013 aufwertete. Die britischen Importe wiesen im ersten Quartal 2014 trotz einer steigenden Inlandsnachfrage einen starken Rückgang von 1% aus. Angesichts dieser gegenläufigen Entwicklungen trug der Außenhandel 0,3%-Punkte zum BIP-Wachstum bei.

Geldpolitische  
Wende  
angekündigt

Trotz der günstigen Konjunktur hat die Bank of England beschlossen, den Leitzins bei 0,5% zu belassen und das *Asset Purchase Programme* mit einem Volumen von 375 Mrd. £ fortzusetzen. Allerdings hat sie angedeutet, dass sie den Leitzins ab dem ersten Quartal 2015 schrittweise um jeweils 0,25% erhöhen könnte. In diesem Fall dürfte der Leitzins Ende nächsten Jahres bei 1,25% liegen. Dies dürfte die Ausweitung der privaten Konsumausgaben, die derzeit den größten Beitrag zum Wirtschaftswachstum liefern, etwas dämpfen.

Die Finanzpolitik bleibt in dem im April begonnenen Fiskaljahr 2014-15 restriktiv ausgerichtet, und daran dürfte sich auch im Fiskaljahr 2015-16 nichts ändern. Der Schuldenstand der öffentlichen Hand wird nach Einschätzung des Office for Budget Responsibility (OBR) 2014-15 77,3% des Nationaleinkommens erreichen und sich im darauffolgenden Jahr auf 78,7% erhöhen (OBR 2014). Da für die Folgejahre ein Abbau des Defizits vorgesehen ist, so dass 2017-18 ein Überschuss von 0,5% des BIP erreicht wird, dürfte auch der Schuldenstand zurückgehen. Allerdings dürften wichtige Faktoren, wie die niedrigen Erdgaspreise und die Aufwertung des Pfund Sterling gegenüber dem Dollar, die Staatseinnahmen in diesem und im folgenden Fiskaljahr dämpfen.

Im Prognosezeitraum dürfte die kräftige Expansion der britischen Wirtschaft weiter von dem privaten Konsum und den Unternehmensinvestitionen getragen werden. Allerdings dürfte sich der Beitrag der privaten Konsumausgaben zum BIP-

## 2. Die Regionen im Einzelnen

Wachstum angesichts der im folgenden Jahr zu erwartenden Zinswende etwas verringern. Zudem ist zu erwarten, dass die Sparquote der privaten Haushalte als Reaktion auf die unter *Mortgage Market Review* (MMR) im April 2014 eingeführten Reformen, die strengere Kriterien bei der Kreditvergabe vorsehen, steigen wird. Die Produktivität dürfte in den nächsten Jahren moderat zunehmen und ein langsames Anziehen der Reallöhne bewirken. Andererseits werden die Exporte und die Unternehmensinvestitionen den wirtschaftlichen Aufschwung weiter stützen. Deutliche Impulse sind insbesondere aus dem Dienstleistungssektor zu erwarten, der im Prognosezeitraum der wichtigste Wachstumsträger sein wird. Aber auch das Verarbeitende Gewerbe und die Bauindustrie dürften zur BIP-Zunahme beitragen. Dabei dürfte die Inflationsrate auf dem Zielniveau bleiben und die Arbeitslosenquote weiter stark sinken. Insgesamt erwarten wir eine kräftige Ausweitung des BIP 2014 um 3,1% und eine etwas weniger ausgeprägte Wirtschaftsexpansion im kommenden Jahr um 2,5%.

Expansion in  
Großbritannien  
bleibt kräftig

### 2.6 Konjunkturaufschwung in den neuen EU-Ländern schwächt sich ab

Nach einem guten ersten Quartal war in den meisten zentral- und osteuropäischen EU-Ländern im zweiten Quartal dieses Jahres eine etwas schwächere Dynamik zu beobachten. Dafür war überwiegend ein negativer Wachstumsbeitrag der Außenwirtschaft ursächlich. Die Inlandsnachfrage blieb dagegen zumeist aufwärts gerichtet.

Am stärksten nahm die Wirtschaftsleistung in der ersten Jahreshälfte in Polen und Ungarn zu, wo Infrastrukturinvestitionen als Motor der Expansion fungierten. Dynamisch war die Entwicklung auch in Tschechien und Litauen, wo insbesondere der private Konsum und die Bauinvestitionen die Expansion trugen. In Rumänien hingegen war die Wirtschaftsdynamik gering. In Kroatien schließlich setzte sich aufgrund der anhaltend schwachen Inlandsnachfrage, der geringen Wettbewerbsfähigkeit und der schmalen Exportbasis der Rückgang des BIP fort.

Inlandsnachfrage  
in den neuen  
EU-Ländern  
aufwärts gerichtet

Die Lage der öffentlichen Haushalte hat sich auch deshalb verbessert, weil zu Lasten der öffentlichen Investitionen konsolidiert wurde. In Polen und Kroatien, gegen die ein EU-Verfahren wegen übermäßigen Defizits läuft, dürfte die Finanzpolitik restriktiv ausgerichtet bleiben. Weitere Konsolidierungsmaßnahmen wurden auch in Ungarn angekündigt. In Tschechien hingegen sind für den Prognosezeitraum umfangreiche öffentliche Infrastrukturinvestitionen vorgesehen. Mit einer Steigerung der öffentlichen Ausgaben gegen Ende des Jahres ist wegen der anstehenden Präsidentschaftswahlen auch in Rumänien zu rechnen. Zugleich wurden die Investitionen der Unternehmen von einer leichten Erholung der Kreditvergabe gestützt.

## Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

**Tabelle 8**

### Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosigkeit in neuen Mitgliedsländern der EU

2013 bis 2015

	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote <sup>e</sup>		
	2013	2014 <sup>p</sup>	2015 <sup>p</sup>	2013	2014 <sup>p</sup>	2015 <sup>p</sup>	2013	2014 <sup>p</sup>	2015 <sup>p</sup>
	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %						in %		
Polen	1,6	3,2	3,5	0,8	0,4	1,5	10,3	10,1	10,0
Tschechien	-0,9	2,5	2,5	1,4	0,6	1,9	7,0	6,7	6,3
Ungarn	3,5	2,6	2,7	3,2	1,3	2,8	7,3	7,4	7,0
Rumänien	1,1	3,3	2,0	1,7	0,3	2,2	10,2	8,5	9,0
Bulgarien	-1,0	-0,5	0,0	2,3	0,5	1,3	17,3	17,8	17,2
Kroatien	0,9	1,4	2,3	0,4	-1,0	1,0	13,0	12,5	12,0
Litauen	3,3	2,7	2,9	1,2	0,6	1,8	11,8	11,6	11,0
<b>Insgesamt<sup>2</sup></b>	<b>1,4</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>1,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,8</b>	<b>9,8</b>	<b>9,5</b>	<b>9,3</b>

*Eigene Berechnungen nach nationalen Veröffentlichungen und Angaben internationaler Institutionen. - <sup>1</sup>Standardisiert. - <sup>2</sup>Summe der aufgeführten Länder; BIP und Verbraucherpreise gewichtet mit dem BIP von 2012; Arbeitslosenquote mit der Zahl der Erwerbspersonen 2012. - <sup>p</sup>Eigene Prognose.*

Verbesserte  
Lage am  
Arbeitsmarkt

Die insgesamt verbesserte wirtschaftliche Situation spiegelt sich auf den Arbeitsmärkten wider. In allen hier betrachteten Ländern ging die Arbeitslosenquote spürbar zurück. In Ungarn trug dazu auch die Flexibilisierung arbeitsrechtlicher Bestimmungen bei. Für die zweite Jahreshälfte ist wegen der sich abzeichnenden schwächeren Dynamik allerdings in vielen Ländern mit einer leichten Zunahme der Erwerbslosigkeit zu rechnen.

Inflation auf  
niedrigen  
Stand

Die Inflationsraten erreichten in der ersten Jahreshälfte in allen Ländern historische Tiefstände. In Bulgarien sinkt seit Anfang des Jahres das Preisniveau sogar, während in Ungarn, Tschechien, Polen, Kroatien und den baltischen Staaten die Inflationsraten bei 0% oder leicht darüber liegen. Dafür sind neben dem globalen Umfeld niedriger Inflation auch Einmaleffekte verantwortlich. Dazu zählen insbesondere die Senkung der administrierten Energiepreise sowie die niedrigeren Nahrungsmittelpreise aufgrund der guten Ernte im Vorjahr. In Rumänien führten Anhebungen von Verbrauchsteuern im Januar und April hingegen zu einem Anstieg der Teuerung. Abgesehen von Basiseffekten, die die Inflationsrate in einigen Ländern vorübergehend steigen lassen dürften, ist mit einer weiterhin niedrigen Inflation zu rechnen. Die vielerorts verhaltene Inlandsnachfrage und der Druck auf die Lebensmittelpreise, der von dem russischen Verbot von Nahrungsmittelimporten ausgeht, dürften den Preisanstieg dämpfen.



## 2. Die Regionen im Einzelnen

---

Die Geldpolitik blieb vor diesem Hintergrund expansiv ausgerichtet. In Ungarn und Rumänien wurden die Leitzinsen in ersten Jahreshälfte mehrmals gesenkt, und ein weiterer Zinsschritt bis zum Ende des Jahres ist wahrscheinlich. In den übrigen Ländern dürfte der Zinssenkungszyklus beendet sein. Zinserhöhungen erscheinen wegen der weiterhin geringen Inflationserwartungen und des nach wie vor fragilen konjunkturellen Umfeldes in Europa allerdings nicht wahrscheinlich.

Die niedrigen Zinsen und die geplanten Infrastrukturinvestitionen dürften die Konjunktur im Prognosezeitraum stützen. Zudem dürften die im historischen Vergleich niedrigen Inflationsraten die Kaufkraft und das Konsumentenvertrauen stärken, so dass auch der private Konsum eine Stütze der Konjunktur sein dürfte. Die Inflationserwartungen dürften sich auch durch die in den meisten Ländern verbesserten inländischen Rahmenbedingungen aufgrund der abgebauten externen Ungleichgewichte und der Haushaltskonsolidierungsmaßnahmen stabilisiert haben. Hingegen wird die schwache Konjunktur im Euro-Raum die Exporte dämpfen.

---

Konsum ist  
Stütze der  
Konjunktur

---

Der russisch-ukrainische Konflikt und die von Russland verhängten Gegensanktionen wie der Importstopp für Landwirtschaftsprodukte aus der EU dürften die Wirtschaft der neuen Mitgliedsländer in unterschiedlichem Maße treffen. Am größten dürfte ihr Einfluss in den baltischen Staaten sein, die am engsten direkt und indirekt mit Russland verflochten sind. Aber auch in Polen und in Ungarn dürften die Wirkungen spürbar sein. Infolgedessen ist zu erwarten, dass die wirtschaftliche Aktivität zwar gedämpft, sich aber weiterhin moderat positiv entwickeln wird, wobei die erheblichen Unterschiede innerhalb der Region bestehen bleiben. Alles in allem erwarten wir eine durchschnittliche Zunahme des BIP in den mittel- und osteuropäischen EU-Mitgliedstaaten um jeweils 2,8% in diesem und im nächsten Jahr.

### Literatur

BoE – Bank of England (2014), Inflation Report. August 2014.

Carlstrom, C. T. und S. Zamen (2014), Using an Improved Taylor Rule to Predict When Policy Changes Will Occur. Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Commentary 2014-2.

CBI – Confederation of British Industry (2014), Manufacturing Orders and Employment Growth Edge Up Further. CBI Survey, July 2014.

CBO – Congressional Budget Office (2014), The Budget and Economic Outlook: 2014 to 2024, February 2014, [www.cbo.gov/publication/45010](http://www.cbo.gov/publication/45010).

Deutsche Bundesbank (2014a), Zum Witterungseinfluss auf das reale BIP-Wachstum in den USA im ersten Halbjahr 2014. *Monatsbericht* 66 (8): 23-26.

Deutsche Bundesbank (2014b), Zu den möglichen realwirtschaftlichen Effekten eines Abschwungs am chinesischen Wohnimmobilienmarkt. *Monatsbericht* 66 (8): 18-20.

## Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland

---

Döhrn, R. (2014), Weshalb Konjunkturprognostiker regelmäßig den Wetterbericht studieren sollten. *Wirtschaftsdienst* 94 (7): 487-491.

Döhrn, R., P. an de Meulen, D. Grozea-Helmenstein, T. Kitlinski, T. Schmidt und S. Vosen (2013), Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland: Wieder stärkere Expansion in den Industrieländern. *RWI Konjunkturberichte* 64 (3): 5-40.

Gruss, B. (2014), After the Boom - Commodity Prices and the Economic Growth in Latin America and the Caribbean. IMF Working Paper 14/154.

OBR - Office for Budget Responsibility (2014), Economic and Fiscal Outlook, March 2014.

World Bank (2014), Commodity Markets Outlook. July, Washington D.C.