



# BDI

Bundesverband der  
Deutschen Industrie e.V.

## GLOBALER WACHSTUMSAUSBLICK

### Ohne Schwung.

### Die Weltwirtschaft driftet seitwärts

#### Juni 2016

- **Die Weltwirtschaft driftet seitwärts.** Rund drei Prozent reales Wachstum sind in diesem Jahr wahrscheinlich. Das entspricht lediglich dem Vorjahrestempo. Lateinamerika und die GUS-Staaten durchlaufen regionale Rezessionen, und Afrika südlich der Sahara weist eine schwache Entwicklung auf.
- **Die Industrieproduktion, der Welthandel und die weltweiten ausländischen Direktinvestitionen dürften sich dieses Jahr nur sehr leicht erhöhen.** Die Industrieproduktion wird sich wohl in diesem Jahr kaum vom schwachen Pfad (2015: 1,9 Prozent) erholen und schwächer wachsen als die Wirtschaftsleistung. Eventuell kann der Welthandel mengenmäßig wenigstens um drei Prozent wachsen. Ausländische Direktinvestitionen waren 2015 übernahmetrieben. Für einen echten Trendwechsel hin zu realen Investitionen in neue Kapazitäten spricht wenig.
- **Die Finanzrisiken in der Weltwirtschaft sind in den letzten beiden Jahren erheblich angestiegen.** Vor allem überschuldete Unternehmen in Schwellenländern bedrohen die weltweite Finanzstabilität. Die dramatische Ausweitung und anhaltende Stimulierung der Kreditvergabe in China in den letzten Jahren birgt erhebliche mittelfristige Finanzrisiken und gefährdet die Erfolgsaussichten des Strukturwandels der chinesischen Volkswirtschaft.
- **In der Wirtschaftspolitik sind stärkere Akzente bei Strukturreformen, Impulse in der Finanzpolitik und geldpolitisches Kurshalten gefragt.** China, Japan und die Eurostaaten müssen bei Strukturreformen nachlegen, die USA sind wohl 2016 politisch blockiert. Impulse aus der Liberalisierung von Handel und Investitionen sind in Asien und transatlantisch ebenfalls vordringlich.

## Inhaltsverzeichnis

Ohne Schwung ins neue Jahr.....	3
Regionale Konjunktorentwicklung zeigt Licht und Schatten .....	6
Wechselkurse haben sich angepasst .....	8
Chinas Konjunkturstabilisierung greift, mit Risiken .....	9
US-Konjunktur bleibt auf moderatem Kurs .....	10
Europas Konjunkturerholung setzt sich fort.....	11
Weltweite Industrieproduktion wächst kaum noch .....	11
Welthandel mit schwachem Wachstum.....	13
Ausländische Direktinvestitionen (ADI): Übernahmen dominieren .....	13
Kapitalströme: Abflüsse aus Schwellenländern.....	14
Inflationsentwicklung und wesentliche Entwicklungen in der Geldpolitik.....	15
Internationale Finanzstabilität .....	16
Deutsches Glück in schwacher Welt? .....	17
Quellenverzeichnis .....	18
Impressum .....	19

## Ohne Schwung ins neue Jahr

Im zweiten Halbjahr 2015 geriet die Weltwirtschaft erneut leicht aus dem Tritt. Mit 2,8 Prozent Wachstum fiel der Produktionszuwachs so schwach aus wie schon lange nicht mehr. Die Aussichten für das weltwirtschaftliche Wachstum in diesem Jahr haben sich seit dem Herbst des letzten Jahres zudem um rund einen halben Prozentpunkt eingetrübt. 2016 wird die Produktion in der Welt wohl kaum an Schwung gewinnen, sondern wie im Vorjahr mit gut drei Prozent wachsen (siehe Prognoseübersicht). Im Jahr 2017 sollte das Tempo dann auf 3 ¼ - 3 ½ Prozent anziehen, wenn vor allem Brasilien und Russland ihre Rezessionen überwinden können. Die Entwicklungs- und Schwellenländer dürften zwar weiterhin mit 4,1 Prozent laut IWF doppelt so rasch wachsen wie die fortgeschrittenen Volkswirtschaften (1,9 Prozent), aber mit Ausnahme von 2009 ist dies der schwächste Wert seit 2001 (IWF 2016a, OECD 2016). Die wirtschaftliche Lage ist geprägt durch eine weltweite schwache Nachfrageentwicklung, eine äußerst mäßige Investitionstätigkeit, viel zu niedrigeren Inflation fast überall und durch sehr schwachen technischen Fortschritt. Zugleich sind die Finanzmarktrisiken, vor allem aus der sehr hohen Verschuldung von Unternehmen in vielen Entwicklungsländern, deutlich angestiegen.

### Prognoseübersicht: Wachstum der realen Wirtschaftsleistung 2016/17

	2015		2016			2017		
	IST	IWF <sup>1</sup>	OECD <sup>2</sup>	EU-KOM <sup>3</sup>	IWF	OECD	EU-KOM	
<b>Welt</b>	3,0	3,1	3,0 <sup>4</sup>	3,1	3,5	3,3 <sup>4</sup>	3,4	
<b>USA</b>	2,4	2,4	1,8	2,3	2,5	2,2	2,2	
<b>China</b>	6,9	6,5	6,5	6,5	6,2	6,2	6,2	
<b>Japan</b>	0,5	0,5	0,7	0,8	-0,1	0,4	0,4	
<b>EU</b>	2,0			1,8			1,9	
<b>Eurozone</b>	1,7	1,5	1,6	1,6	1,6	1,7	1,8	
<b>Deutschland</b>	1,7	1,5	1,3	1,6	1,7	1,7	1,6	
<b>Frankreich</b>	1,2	1,1	1,4	1,3	1,3	1,5	1,7	
<b>Italien</b>	0,8	1,0	1,0	1,1	1,1	1,4	1,3	
<b>Spanien</b>	3,2	2,6	2,8	2,6	2,3	2,3	2,5	
<b>Großbritannien</b>	2,3	1,9	1,7	1,8	2,2	2,0	1,9	
<b>Indien</b>	7,3	7,5 <sup>5</sup>	7,4	7,4	7,5 <sup>5</sup>	7,5	7,4	
<b>Brasilien</b>	-3,8	-3,8	-4,3	-3,7	0,0	-1,7	0,3	
<b>Russland</b>	-3,7	-1,8	-1,7	-1,9	0,8	0,5	0,5	

1: IWF (2016). Stand April.

2: OECD (2016). Stand Juni.

3: Europäische Kommission (2016). Stand Mai.

4: Prognose auf Grundlage von 70 Prozent des Welt-BIP (in Kaufkraftparitäten von 2013)

5: Angaben zu Indien für das Fiskaljahr und in laufenden Preisen

Insgesamt kam die jüngste Abschwächung seit Herbst 2015 eher überraschend zustande, und die Kapitalmärkte brauchten ganze zwei Monate zum Jahresanfang 2016, um den schwächeren Ausblick einzupreisen. Wie üblich ging dies nicht nur mit deutlichen Korrekturen auf den Aktienmärkten einher, sondern führte auch zu sehr niedrigen Kapitalzuflüssen in die Entwicklungs- und Schwellenländern bei gleichzeitig ansteigenden Abflüssen aus diesen Ländern (IWF 2016b). Die Finanzierungskonditionen haben sich in vielen Entwicklungsländern entsprechend erschwert. Schaut man auf die Komponenten der Verwendungsseite der volkswirtschaftlichen Leistung, so hat sich weltweit der private Verbrauch recht gut entwickelt, während die Investitionstätigkeit in allen großen Regionen schwächelte. Vom Außenhandel gingen kaum Impulse aus, der Welthandel könnte sogar mengenmäßig schwächer wachsen als die Produktion, da die internationalen Organisationen ein Wachstum von unter drei Prozent vorhersagen. Im letzten Jahr wuchsen die Einfuhrmengen von Gütern und Dienstleistungen, bereinigt um die EU, nur um ein halbes Prozent. Für das laufende Jahr erwartet die Kommission eine leichte Belebung auf 2,1 Prozent (Europäische Kommission 2016).

Unter den großen Volkswirtschaften verloren die **Vereinigten Staaten** 2015 zum Jahresende 2015 etwas an Fahrt, erreichten aber erneut 2,4 Prozent reales Wachstum gegenüber Vorjahr. Die US-Regierung selbst rechnet mit einem Zuwachs um 2,7 Prozent in diesem Jahr (Weißes Haus 2016), die OECD ebenfalls, der Fonds ist mit 2,4 Prozent etwas verhaltener. 2015 legten die Konsumausgaben der Haushalte real um 3,1 Prozent zu, der Staatskonsum stieg um 0,7 Prozent und die Bruttoanlageinvestitionen entwickelten sich mit 4,9 Prozent Zuwachs sogar recht dynamisch. Das Importwachstum lag mit 4,9 Prozent aber deutlich über dem Exportzuwachs von 1,1 Prozent. Der private Verbrauch steuerte damit 2,1 Prozentpunkte zum Wachstum bei, der Staatskonsum weitere 0,1 Punkte und die Investitionen 0,8 Punkte, aber der Außenbeitrag belastete mit 0,6 Prozentpunkten. Dieses grundsätzliche Muster dürfte auch 2016 anhalten. Die US-Wirtschaft wuchs mit 0,8 Prozent im ersten Quartal (auf Jahresbasis gerechnet).

**China** wiederum dürfte aufgrund einer Reihe von wirtschaftspolitischen Maßnahmen ein Wachstum von 6  $\frac{3}{4}$  Prozent erreichen können, auch wenn dies mit erhöhten Finanzstabilitätsrisiken einhergehen wird. Die **Europäische Union** dürfte ein reales Wachstum von 1,8 Prozent erreichen, das Euro-Währungsgebiet 1,6 Prozent (Europäische Kommission 2016). **Japan** dürfte angesichts der Verflechtung mit China und des starken Yen ein weiteres recht schwaches Jahr mit einem Wachstum von nur einem halben Prozent erleben, und dies trotz sehr expansiver geldpolitischer Maßnahmen. Immerhin startete die japanische Ökonomie vermutlich mit einem Quartalsplus von 0,4 Prozent (bei aller notorisch unzuverlässigen Qualität der ersten Schätzung der Statistikbehörden).

### Chinas Strukturwandel dominanter Faktor der weltweiten Abkühlung

Von allen Faktoren, die zur Eintrübung beigetragen haben, kommt Chinas wirtschaftlichem Strukturwandel die größte Bedeutung zu. Die seit 2011 eingeleitete Umstellung auf einer stärker am privaten Verbrauch und den Dienstleistungen orientierten Wirtschaft hat zu einer kontinuierlichen Abschwächung der Investitions- und Handelsdynamik geführt. Dies hat über die Ausstrahleffekte die wirtschaftliche Dynamik in ganz Asien gedämpft, das Ende des Superzyklus bei Rohstoffen eingeleitet (Chinas Anteil lag 2014 noch bei 40 Prozent der Weltmetallnachfrage), die weltweite Industriekonjunktur gebremst (Anteil: bei einem Viertel!), die weltweite Investitionsdynamik abgeschwächt (Anteil: ein Viertel!) und dem Welthandel (Anteil von zehn Prozent) den Schwung genommen.

### Niedrige Ölpreise, aber nur kleine Impulse

Der verhaltene Nachfrageausblick hat wiederum im Zusammenspiel mit einem temporären Überangebot auf dem Ölmarkt die Ölpreise zeitweise auf unter 30 Dollar pro Fass Rohöl der Sorte Brent fallen lassen. Zwischen dem Sommer 2015 und dem Februar dieses Jahres entsprach dies gut 30 Prozent. Seitdem sind die Ölpreise wieder auf rund 50 US-Dollar pro Fass angestiegen. Der kurzfristige Preisausblick in diesem Jahr ist stabil. Kohle und Gas notierten ebenfalls schwächer auf den Weltmärkten.

Die Ölpreisbaisse wiederum hat einige Ölförderländer in härtere Anpassungen in der Finanzpolitik, im Außenhandel und in der Investitionstätigkeit gezwungen, weil das verfügbare Einkommen stark sank. Zudem hat die Baisse die Rezessionen in Russland, Venezuela und Brasilien vertieft. Das Ende des Ölzyklus hat zudem die Investitionstätigkeit im Sektor um ein Viertel reduziert. Diese Bremsspur des Öls hat über den Investitionskanal etwa ein Viertelpunkt Wachstum in der Welt gekostet. Zudem sanken die Gewinne bei vielen Förder- und Bergbauunternehmen, ein höheres Maß an Krediten an diesen Sektor ist notleidend geworden und einige exponierte Banken müssen über kurz oder lang Kredite abschreiben.

Andererseits stützen die niedrigen Ölpreise die privaten Konsumausgaben in den Industrieländern vor allem in Ostasien und ein wenig in Europa und Nordamerika. Die Impulse blieben insgesamt positiv, waren jedoch viel schwächer als früher. Die Lage an Ölmärkten dürfte sich erst im Laufe des nächsten Jahres wieder stärker in Richtung Marktgleichgewicht bewegen, zumal bisherige Versuche der OPEC, die Produktion einzuschränken, an den Interessengegensätzen vor allem zwischen dem Iran und Saudi-Arabien scheiterten, zuletzt Mitte April auf dem OPEC-Treffen in Doha.

### **Geld- und Finanzpolitik stützen in Grenzen**

Die weltwirtschaftliche Entwicklung wird nur geringfügig durch die Ausrichtung der Finanzpolitik in den großen Volkswirtschaften beeinflusst. In Nordamerika, in China und in Teilen Europas (Deutschland und Italien) wirkt die Finanzpolitik 2016 leicht expansiv, in Japan, in anderen Teilen Europas (Spanien, Vereinigtes Königreich) und in vielen Entwicklungsländern wirkt sie dagegen leicht restriktiv. Angesichts weiterhin hoher Schuldenstände in den drei größten Ökonomien sind die Spielräume begrenzt (IWF 2016b). Die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte steht weiterhin in vielen Ländern auf der Tagesordnung und ist in vielen Entwicklungsländern, vor allem bei den Ölexporturen, noch vordringlicher geworden. Wachstumsorientierte Umschichtungen innerhalb bestehender Haushalte sind kaum zu beobachten, wären aber notwendig, um Strukturreformen zu stützen und um öffentliche Investitionen und die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzlage zu erhöhen.

Die Geldpolitik der großen Notenbanken weist noch immer große Unterschiede auf. Während die FED und die britische Notenbank allmählich die geldpolitischen Zügel anziehen, haben die EZB, die japanische und die chinesische Notenbank erst jüngst die Dosierung expansiver Maßnahmen deutlich erhöht. Die Notenbanken mussten in allen großen Ökonomien jüngst mit den von China und vom Ölpreis ausgehenden, dämpfenden Effekten auf das Preisniveau reagieren, da das Erreichen der geldpolitischen Ziele erschwert wurde. Die Kompensation deflationärer Nachfrageschocks in Zeiten nominaler Zinssätze an der Nullgrenze wird jedoch zunehmend schwieriger und erfordert ungewöhnliche Maßnahmen, um die Realzinsen auf ein angemessenes Niveau herabzuführen. So sind in der Folge auch die Erwartungen an die Geldpolitik verändert worden. Weithin werden derzeit nur ein bis zwei Zinserhöhungsschritte der FED in diesem Jahr erwartet, während in China, Japan und dem Euroraum kaum weitere Änderungen eingepreist sind (Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose 2016).

### **Strukturpolitik bleibt hinter Anforderungen zurück**

In den letzten drei Jahren ist das Tempo der Strukturreformen in den größten Volkswirtschaften deutlich hinter den Anforderungen zurückgeblieben. Am wenigsten gelang zuletzt in den Vereinigten Staaten, in denen politische Blockade strukturpolitische Fortschritte quer durch die Bank verhindert haben. In Japan sind die verschiedenen kleineren Reformpakete der Abe-Administration zwar allesamt positiv, aber insgesamt zu schwach ausgefallen. In China sind zwar Fortschritte in der Reform der Kommunal финанzen und in der Zinsliberalisierung erreicht worden, größere politische Entscheidungen über strukturelle Reformen sind jedoch seit den Ankündigungen Ende 2013 bisher nicht getroffen oder umgesetzt worden. Im Euroraum sind nur in wenigen Ländern in jüngster Zeit Reformen in Angriff genommen worden, die das Potenzialwachstum mittelfristig anheben können, vor allem in Italien und mit Abstrichen auch in Frankreich. Die Umsetzung der europäischen Agenda zur Vertiefung des Binnenmarkts und zu Investitionen hat immerhin begonnen. Mit positiven Auswirkungen ist aber erst in der mittleren Frist zu rechnen. In Brasilien, Indien und Russland sind ebenfalls kaum Reformen verfolgt worden. Zudem stockt die internationale Handelsliberalisierung: allein im transpazifischen Raum sind kurzfristig Impulse

zu erwarten. Es verwundert daher nicht, dass die G20- und IWF-Gremien neuerdings angesichts der Erschöpfung der Geldpolitik und der Grenzen der Finanzpolitik Impulse von Reformen einfordern – allerdings nur beim jeweiligen Partner!

### Risiken bleiben hoch, Fehlermarge ist klein

Die Stärkung des Wachstumspotenzials und des realisierten Wachstums in der Weltwirtschaft ist in fast allen großen Volkswirtschaften vordringlich. Die konjunkturellen Abwärtsrisiken, die aus dem Rohstoffzyklus, der divergenten Entwicklung der Geldpolitik, volatilen Kapitalströmen, überschuldeten Unternehmen in Schwellenländern, Sicherheitskonflikten, der Gefahr eines britischen Austritts aus der EU und dem chinesischen Strukturwandel resultieren, erfordern besonders große Vorsicht und mehr Anstrengung in der Wirtschaftspolitik. Reformen auf den Arbeits- und Produktmärkten sind vordringlich, bessere Rahmenbedingungen für Investitionen und technischen Fortschritt erforderlich und Innovationspolitiken stärker zu verfolgen als dies bislang der Fall gewesen ist. In wenigen Volkswirtschaften muss zudem die Stabilität des Bankensektors durch die Bereinigung und Stärkung von Bankbilanzen weiter vorangetrieben werden. Der optimale Mix ist für jedes Land anders, aber es gibt in allen großen Ländern mehr als genug zu tun (siehe z.B. OECD 2015 und IWF 2016a).

### Sonderfall britisches Referendum

Ein besonderes Risiko geht vom Ausgang des britischen Referendums über den Verbleib in der EU am 23. Juni aus. Studie um Studie, zuletzt auch seitens des britischen Schatzamts (HM Treasury 2016), hat aufgezeigt, welche langfristig nachteiligen Wirkungen mit einem Ausscheiden verbunden wären. Kurzfristig müsste das Vereinigte Königreich jedoch zunächst den makroökonomischen Schock eines Neins verkraften, mit potenziell hoher Volatilität bei Anleiherenditen, Wechselkurs, Leistungsbilanzfinanzierung und Produktion. Bremsende Effekte auf die Investitionen und die wirtschaftliche Aktivität sind ohnehin bereits zu spüren. Im Fall eines Nein-Votums wäre mit Einbußen in der Wirtschaftsleistung von einem halben Prozentpunkt des BIP 2017 und 2018 und einem einmaligen größeren Schock von gut 1,5 Prozentpunkten in 2019 zu rechnen (OECD 2016). Die britische Regierung hat zudem berechnet, dass die britische Wirtschaftsleistung in 15 Jahren zwischen 3,4 Prozent und 9,5 Prozent im Fall eines Ausscheidens niedriger liegen dürfte als bei einem Verbleib, je nachdem, welche Abkommen zwischen dem Königreich und der EU zustande kommen würden. Angesichts verschiedener Schätzschwierigkeiten dürften alle diese Werte Untergrenzen des Schadens darstellen.

## Regionale Konjunkturentwicklung zeigt Licht und Schatten

Innerhalb der Gruppe der Entwicklungs- und Schwellenländer dürften die wirtschaftlichen Perspektiven auch 2016 weiterhin sehr stark auseinanderklaffen. Zwischen den sehr guten Wachstumsaussichten Indiens mit mehr als sieben Prozent Wachstum und der schlimmen Rezession in Brasilien mit erwarteten Einbrüchen von drei bis vier Prozent der Wirtschaftsleistung liegen Welten, die kein Durchschnitt überbrücken kann. Die Perspektiven **Brasiliens** nach dem Regierungswechsel zeichnen sich noch nicht klar ab. Das Land befindet sich in einer gravierenden wirtschaftlichen Lage und weist ein Haushaltsdefizit von über zehn Prozent des BIP auf, die Inflationsrate liegt ebenfalls in dieser Größenordnung, die Staatsschuldenquote steigt rezessions- und defizitbedingt an, der Leitzins ist zweistellig, die Realzinsen liegen bei satten acht Prozent, die Kreditvergabe ist rückläufig und die Währung wertete deutlich gegenüber dem US-Dollar ab. Übergangspräsident Temer sowie der neue Notenbankchef Goldfajn haben eine Herkulesaufgabe der Stabilisierung vor sich, verfügen aber auch über eine breite Mehrheit in den Parlamentskammern und könnten entsprechend Reformen und Haushaltsmaßnahmen beschließen, die Brasilien im Laufe des Jahres 2017 wieder aus der Rezession heraushelfen sollten. Brasiliens Rezession wird wohl zu einem negativen Gesamtwert für ganz **Lateinamerika** führen (minus zwei Prozent), und Argentinien, Ecuador und Venezuela liegen ebenfalls in Rezessionsgefilden. Immerhin dürften Bolivien, Kolumbien, Paraguay und Peru mit über zwei Prozent Wachstum aufwarten können. Die südamerikanischen Staaten weisen insgesamt sehr hohe Leitzinsen auf. Die Anleiherenditen liegen gar bei zehn Prozent in Lateinamerika, während die Aktienmärkte 40 Prozent unter dem Niveau von 2007 notieren. In **Nordamerika** liegt Mexiko mit gut

zweieinhalb Prozent Wachstum auf einem normalen Pfad und weist derzeit ein dynamisches Kreditwachstum auf. Kanada dürfte mit 1,5 Prozent dieses Jahr nicht stark wachsen.

**Russland, die kaukasischen und die zentralasiatischen Länder** stellen die zweite schwache Region dar, die vor allem am Ende des Rohstoffzyklus leidet. Russland, Belarus und Aserbaidschan dürften eine rückläufige Produktion erleben. Die anderen Energieexporteure der Region (Kasachstan, Usbekistan und Turkmenistan) werden mit abnehmender Dynamik leben müssen. Für die Nettoimporteure könnte es aufgrund der Besserung in der Ukraine wieder in der Summe für positives Wachstum reichen, wenn auch mit niedrigen Raten für alle.

Die Ölexportländer des **Nahen Ostens und Nordafrikas** werden mit gut drei Prozent eine spürbare Zunahme der Produktion erleben können. Vor allem trifft dies auf den Iran und den Irak zu, während Saudi-Arabien und die Emirate noch abnehmende Wachstumsraten verkraften müssen. Saudi-Arabien, Algerien und der Irak werden gleichwohl mit sehr hohen Leistungsbilanzdefiziten klarkommen müssen. Die Ölimporteure der Region werden mit etwa dreieinhalb Prozent im Schnitt etwas langsamer als im Vorjahr wachsen.

Auch im **Afrika südlich der Sahara** sind die Wachstumsperspektiven in diesem Jahr schwach, weil Rohstoffpreise oder Finanzierungsbedingungen bremsend wirken. Die Region dürfte mit rund drei Prozent wachsen. Für Südafrika erwartet der Fond nur ein gutes halbes Prozent Wachstum. Nigeria und Angola liegen knapp über zwei Prozent. Allein in Ostafrika führen Infrastrukturinvestitionen und lebhaftere Verbrauchernachfrage zu Wachstumsraten oberhalb von fünf Prozent.

#### Regionaler Konjunkturausblick 2016

Südamerika	-2,0
Zentralamerika	4,3
Karibik	3,5
Asien-Pazifik, Fortgeschrittenen Volkswirtschaften <sup>1</sup>	1,3
Asien-Pazifik, Entwicklungsländer <sup>2</sup>	6,4
GUS-Staaten <sup>3</sup>	-1,1
Naher Osten, Nordafrika, Afghanistan, Pakistan	3,1
Israel	2,8
Sub-Sahara Afrika	3,0

<sup>1</sup> Japan, Südkorea, Taiwan, Singapur, Hongkong, Australien, Neuseeland, Macau

<sup>2</sup> inklusive China und Indien

<sup>3</sup> Russland, Ukraine, Georgien, Turkmenistan, kaukasische und zentralasiatische Staaten

Quelle: IWF (2016a)



Die **asiatisch-pazifischen Entwicklungsländer** können mit einer kontinuierlichen wirtschaftlichen Dynamik von rund sechs Prozent Wachstum rechnen, die ASEAN-Länder mit etwa fünf Prozent im Schnitt.

Die entwickelten kleineren Volkswirtschaften wie Süd-Korea, Taiwan, Hongkong und Singapur liegen mit Wachstumsraten zwischen 1,5 und drei Prozent in etwa auf ihrem Potenzial. Die asiatisch-pazifischen Entwicklungsländer sind insgesamt trotz der chinesischen Abkühlung makroökonomisch gut aufgestellt. Bei einem durchschnittlichen Leitzinsniveaus von rund sechs Prozent (ohne China gerechnet), Anleiherenditen von etwa sieben Prozent und Realzinsen um die zwei Prozent verwundert auch die gute Aktienmarktperformanz seit 2007 nicht. Die Region liegt etwa 50 Prozent über dem damaligen Niveau. **Indiens** Wirtschaft wächst sehr dynamisch mit gut 7 ½ Prozent, getrieben vom privaten Verbrauch und anziehenden Investitionen. Die Inflation ist mit rund fünf Prozent unter Kontrolle, und die Außensalden (Leistungsbilanzdefizit von 1,5 Prozent) zeigen keine größeren Probleme an.

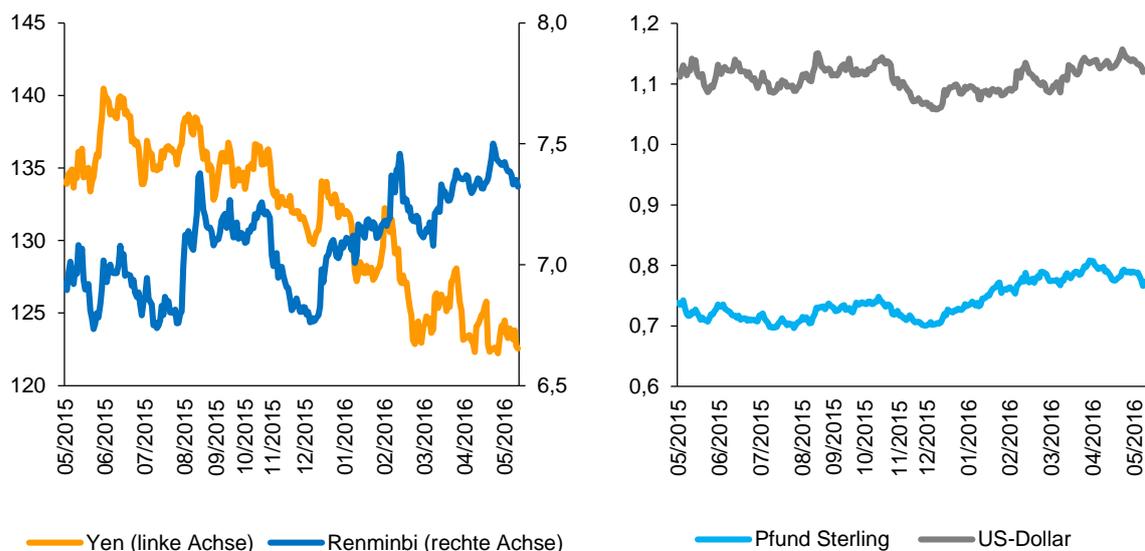
## Wechselkurse haben sich angepasst

Die Wechselkursrelationen der großen Währungsräume passten sich im letzten Dreivierteljahr ebenfalls deutlich den veränderten Verhältnissen an. Etwa die Hälfte der Anpassungen lässt sich durch den schwächeren Wachstums- und Welthandelsausblick und die Ölmarktentwicklungen erklären. Politikfehler in einzelnen Ländern, die zu volatilen Kapitalbewegungen führten, kamen hinzu.

Der Yen wertete real und handelsgewichtet seit dem letzten Sommer um zehn Prozent auf, der US-Dollar zunächst um drei Prozent, gab dann aber wieder um 1½ Prozent nach, der Euro legte nur geringfügig um einen Prozent zu, während das Pfund Sterling um sieben Prozent und der Renminbi um zwei Prozent abwerteten. Unter starken Druck kamen auch die Währungen Südafrikas, Mexikos, Russlands und Kolumbiens, zum Teil aufgrund der Rohstoffentwicklungen.

Die außenwirtschaftlichen Ungleichgewichte haben sich dagegen in den letzten Jahren deutlich abgebaut. Die Ölförderländer mussten jedoch starke Korrekturen erdulden. Ganz generell gehen von den Ungleichgewichten selbst derzeit keine größeren Risiken aus. Dies liegt auch daran, dass keine groben makroökonomischen Fehlentwicklungen in den größeren Volkswirtschaften virulent sind, wohl aber Risiken erkennbar werden.

### Entwicklung der Wechselkurse zum Euro



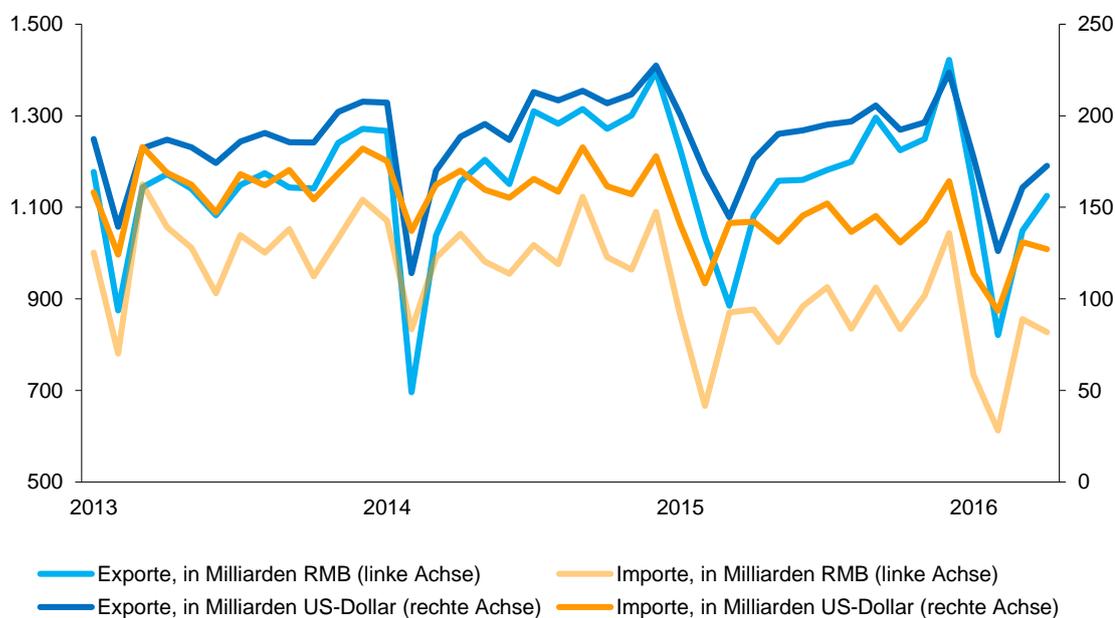
Quelle: Eurostat

## Chinas Konjunkturstabilisierung greift, mit Risiken

Im Jahr der chinesischen G20-Präsidentschaft sind die Anreize für die chinesische Führung, ihre Wachstumszielsetzung (6,5-7 Prozent) auch einzuhalten, klar gesetzt. Und in der Tat zog die chinesische Führung nach den besorgniserregenden Entwicklungen im August 2015 und im Januar und Februar dieses Jahres alle Register, um durch geld- und finanzpolitische Stimuli und die Kreditvergabepraxis der Staatsbanken die Abkühlung der Wirtschaft zumindest vorübergehend zu mildern, um für die nötige konjunkturelle Wärme vor dem September-Treffen der Staats- und Regierungschefs der G20 zu sorgen. Zugleich hält sich die Führung derzeit bei der Umsetzung größerer Strukturreformen zurück (siehe Müller und Deutsch 2015 für eine umfassenden Analyse). Es bleibt abzuwarten, ob die seit Anfang des Jahres von der chinesischen Regierung propagierte angebotsorientierte Strukturreform neue Impulse bei den Reformbemühungen setzen kann.

Die Notenbank senkte nun seit Lockerungsbeginn fünfmal die Leitzinsen um insgesamt 1,25 Prozentpunkte und jüngst erneut den Mindestreservesatz (insgesamt nun um drei Punkte auf 17 Prozent), durch den umgerechnet etwa 100 Milliarden Dollar ins Bankensystem gelenkt wurden. In der Finanzpolitik setzte die Regierung ähnlich große Stimuli im Umfang von rund einem Prozent des BIP in Gang (Verkehrswege, Infrastruktur, Umweltschutz) und deutete eine Erhöhung der Nettokreditaufnahme von gut zwei auf drei Prozent des BIP im laufenden Jahr an. Die Geldmenge (M2), deren Wachstum aus Konsolidierungsgründen eher deutlich unter zehn Prozent gesenkt werden sollte, lag zuletzt mit Zuwachsraten von 14 und 13 Prozent (Januar und Februar) deutlich darüber. Die gesamte Finanzierung der Wirtschaft wuchs zum Jahresbeginn sehr stark, und die Immobilieninvestitionen zogen in besonderem Maße an, gestützt durch eine starke Büroimmobiliennachfrage und Verkäufe von Eigentumswohnungen seit Dezember 2015 (Zhiwei und Li 2016). Zudem versucht die Regierung, mit dem Umtausch von faulen Krediten in Eigenkapitalanteile den Weg in die Bereinigung der Bankbilanzen zu ebnen, wenn auch das Volumen noch sehr niedrig ist.

### Entwicklung des chinesischen Außenhandels\*



\* Güter und Dienstleistungen

Quelle: CEIC

## Industrie und Außenhandel werden derzeit stimuliert

Trotz einiger Bemühungen, industrielle Überkapazitäten vor allem bei Stahl und Zement abzubauen, belebte sich zuletzt die Industrieproduktion und lag wieder über sechs Prozent über Vorjahreswerten. Gleiches gilt für die Einkaufsmanagerindizes, die wieder im expansiven Territorium liegen. Auch die Veränderungsraten der Ausüstungsinvestitionen sind wieder aus den roten Zahlen herausgekommen. Nach den sehr schwachen Werten für den Außenhandel im Januar und Februar dieses Jahres wies der März gute Daten auf. Die Exporte lagen im Januar noch elf Prozent in US-Dollar gerechnet; in RMB: minus sieben Prozent) unter Vorjahr, im Februar um 25 Prozent unter Vorjahr (RMB: minus 21 Prozent), im März übertrafen die Exporte den Vorjahreswert um zwölf Prozent (in RMB: plus 19 Prozent), aber im April gingen sie erneut um 1,8 Prozent zurück (in RMB: plus vier Prozent). Die Importe lagen im Januar um 19 Prozent und im Februar 14 Prozent unter Vorjahr (in RMB: minus 14 Prozent bzw. minus acht Prozent), im März dagegen nur noch um acht Prozent (in RMB: minus zwei Prozent), im April sanken sie um 10,9 Prozent (in RMB: minus sechs Prozent). Bei den saisonbereinigten Werten wies der Export ein etwas bessere Bilanz auf (April: stabil in Dollar und plus sechs Prozent in RMB), die Importe sanken dagegen nur um sieben (bzw. zwei Prozent in RMB) gegenüber Vorjahr. In den saisonbereinigten Werten ist die negative Dynamik weitgehend zum Erliegen gekommen. Ob diese Stabilisierung im Jahresverlauf anhält, bleibt abzuwarten.

Auch der Kapitalabfluss aus der Volksrepublik hat sich abgeschwächt. Die rasche Begleichung von Dollarverbindlichkeiten durch chinesische Unternehmen und offizielle wie informelle Desinvestitionen in den Portfolio- und Immobilienmärkten waren die Haupttreiber von Sommer 2015 bis Februar 2016, aber die Notenbank managte die Reserven auf 3,2 Billionen US-Dollar herunter und signalisierte zudem klar, dass die Währung nicht substantiell abwerten solle. Zudem fassten die Märkte Zuversicht, dass die neue Korborientierung Realität ist. Dies hat die Lage merklich stabilisiert.

## Kurzfristiger Ausblick durch Belebung geprägt

Die weiterhin dynamische Entwicklung des Dienstleistungssektors und des Arbeitsmarkt stützt das Wachstum ebenfalls. Im ersten Quartal wuchs die chinesische Wirtschaft um 6,7 Prozent. Im zweiten Quartal ist eine Wachstumsrate von gut sieben Prozent wahrscheinlich, gefolgt von moderateren Werten im zweiten Halbjahr. Die hochrevidierten Schätzungen des IWFs und der OECD für dieses Jahr (6,5 Prozent) sind vermutlich um einen Viertelpunkt zu pessimistisch.

## US-Konjunktur bleibt auf moderatem Kurs

Die US-Wirtschaft wuchs laut dem U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA) im vierten Quartal 2015 auf das Jahr gerechnet um 1,4 Prozent. Somit belief sich das Gesamtwachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) 2015 (wie bereits 2014) auf 2,4 Prozent. Am 28. Mai veröffentlichte das BEA die zweite Schätzung für das erste Quartal 2016. Demnach wuchs die US-Wirtschaft um lediglich 0,8 Prozent auf das Jahr gerechnet. Dabei handelt es sich um den schlechtesten Wert seit dem ersten Quartal 2015. Zurückzuführen ist das schwache Wachstum vor allem auf gesunkene private Investitionen, rückläufige Exporte und stagnierte Staatsausgaben auf Bundesebene. Der Außenhandel leidet unter dem starken Dollar. Zwischen dem vierten Quartal 2015 und dem ersten Quartal 2016 gingen die Exporte (Waren und Dienstleistungen) um rund 13 Milliarden US-Dollar zurück, von 544 Milliarden US-Dollar auf 531 Milliarden US-Dollar. Die Importe sanken im selben Zeitraum leicht, von 678 Milliarden US-Dollar auf 664 Milliarden US-Dollar.

Die Stimmung im verarbeitenden Gewerbe ist verhalten. Die Sorge über fallende Aktienkurse als Reaktion auf die Korrektur an der chinesischen Börse, die Möglichkeit weltweiter Währungsabwertungen und weiter fallende Energiepreise dämpften die Investitionsfreudigkeit merklich. Die Investitionsquote, also der Anteil der privaten Investitionen am BIP, ging im vierten Quartal 2015 das dritte Mal in Folge leicht zurück. Nachdem sie im ersten Quartal 2015 einen temporären Höchstwert von 17 Prozent erreicht hatte, sank sie laut dem BEA über das Jahr

kontinuierlich auf 16,7 Prozent im vierten Quartal. Nach der zweiten Schätzung des BEA sank die Investitionsquote im ersten Quartal 2016 weiter, und zwar auf 16,5 Prozent. Ein robuster Konsum und hohe Gewinnspannen dürften mittelfristig die Investitionen aber wieder stärken. Für besondere Unsicherheit sorgt die wirtschaftliche Lage in China.

Das niedrige US-Wachstum im ersten Quartal sollte auch nicht überbewertet werden. Der Dollar hat zuletzt leicht an Wert verloren und der Ölpreis hat sich etwas stabilisiert. Beides sollte im zweiten Quartal positive Wirkung zeigen. Der IWF erwartet laut seiner Schätzung vom April 2016, dass das Wachstum 2016 mit 2,4 Prozent relativ konstant bleiben und 2017 leicht auf 2,5 Prozent zulegen wird. Positiv ist auch die Lage am Arbeitsmarkt zu bewerten. Zu Beginn des Jahres sank die Arbeitslosenquote auf 4,9 Prozent und damit auf den niedrigsten Stand seit Februar 2008. Im März und April stieg sie zwar leicht auf fünf Prozent. Sie liegt damit dennoch deutlich unter den Vorjahreswerten von 5,5 beziehungsweise 5,4 Prozent. Langfristig stellen die hohen Staatsschulden, die zum Ende des Haushaltsjahres 2015 bei 101,8 Prozent des BIP lagen, eine Belastung für die US-Wirtschaft und den Haushalt dar.

## Europas Konjunkturerholung setzt sich fort

Die moderate Erholung in der EU und im Euroraum setzt sich fort, obwohl sie durch die schwächelnde globale Konjunktur gedämpft wird. Die Europäische Kommission (2016) erwartet in ihrer Frühlingsprognose ein Wachstum von 1,8 Prozent in der EU und 1,6 Prozent im Euroraum für dieses Jahr. In der Winterprognose im Februar 2016 lagen die Schätzungen noch jeweils 0,1 Prozentpunkte höher. Größter Wachstumstreiber in der EU ist nach wie vor der Private Konsum, der rund 1,2 Prozentpunkte beiträgt. Die Investitionen ziehen langsam an und dürften für rund 0,6 Prozentpunkte des BIP-Anstiegs verantwortlich sein. Das Wachstum wird nach wie vor vom günstigen Ölpreis und der expansiven Geldpolitik der EZB getrieben. Die Inflationsrate dürfte niedrig bleiben und 2016 bei 0,1 Prozent liegen (EZB 2016a). Die Situation am Arbeitsmarkt entspannt sicher weiter und für die Arbeitslosenrate schätzt die Europäische Kommission Werte von 8,9 Prozent in der EU und 10,3 Prozent im Euroraum. EU und Euroraum werden auch 2016 mit Leistungsbilanzüberschüssen von 2,2 Prozent (EU) und 3,7 Prozent (Euroraum) Netto-Exporteure bleiben, die Importe dürften im Vergleich zu 2015 jedoch kräftiger wachsen als die Exporte.

Wirtschaftspolitisch führen derzeit die Belegung der Investitionstätigkeit und Strukturreformen die europäische Prioritätenliste an. Mit dem Europäischen Investitionsplan und dem im Juni 2015 beschlossenen Europäischen Fonds für strategische Investitionen (EFSI) versucht die Juncker-Kommission mehr Dynamik in die Investitionsagenda zu bringen. Die Reformfreudigkeit vieler EU-Mitgliedstaaten hat unlängst abgenommen und wesentliche Reformen auf Güter-, Dienstleistungs- und Arbeitsmärkten werden nur schleppend umgesetzt. Dabei zeigen gerade die Beispiele Spaniens und Irlands, dass diese Reformen nachdrücklich Produktivität und Wachstum steigern. Ausführlichere Darstellungen der EU-Konjunktur finden sich im aktuellen BDI-Heft Wachstumsausblick Europa (Eichert und Jäger 2016).

## Weltweite Industrieproduktion wächst kaum noch

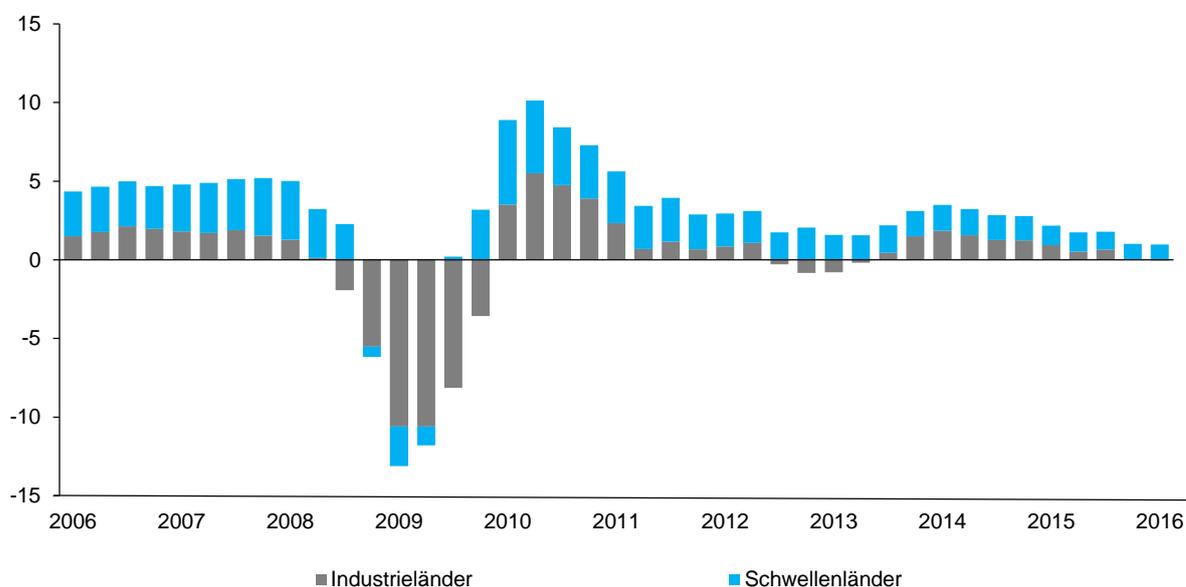
Die weltweite Industrieproduktion ist im vierten Quartal 2015 saison- und arbeitstäglich bereinigt nur noch um 0,3 Prozent gegenüber dem Vorquartal gestiegen. Der Vergleich mit dem Vorjahr fiel mit einem Plus von 1,3 Prozent ebenfalls sehr verhalten aus. Im gesamten Jahr 2015 wurde die Industrieproduktion weltweit nur noch um 1,9 Prozent gegenüber dem Vorjahr ausgeweitet. Das war die niedrigste Wachstumsrate seit dem Jahr 2009.

Auf Basis der saison- und kalenderbereinigten Werte steigerten die **entwickelten Volkswirtschaften**, auf die sich knapp zwei Drittel der weltweiten Industrie konzentrieren, im Jahr 2015 ihre Produktion um 0,9 Prozent. Der Euroraum und die Vereinigten Staaten entwickelten sich dabei überdurchschnittlich. Japans Industrie musste

Produktionseinbußen von rund einem Prozent hinnehmen. In den restlichen Industriestaaten lag die Produktionsausweitung im Durchschnitt bei unter einem halben Prozent.

Die Industrieproduktion in den **Schwellenländern** hat ebenfalls an Dynamik verloren. So betrug die Ausweitung der Produktion im vergangenen Jahr nur noch drei Prozent. Abgesehen vom Krisenjahr 2009, in dem die Produktion leicht zurückgegangen war, war dies das schwächste Wachstum seit den Jahren 1999 und 2002, in denen die Asienkrise bzw. das Platzen der Dotcom-Blase jeweils weltweite Rezessionen auslöste. Ursache für die aktuelle Wachstumsschwäche in den Schwellenländern dürfte in diesem Falle aber eher die schwache wirtschaftliche Entwicklung in China gewesen sein. Heruntergebrochen auf einzelne Regionen stieg die Industrieproduktion in den Schwellenländern Asiens immerhin noch um knapp fünf Prozent. In der Region Mittlerer Osten und Afrika stieg die Industrieproduktion nach zwei Jahren Rückgang wieder an. In Zentral- und Osteuropa gab es kaum Veränderungen. In Lateinamerika ging die Industrieproduktion das zweite Jahr in Folge zurück

### Entwicklung der Industrieproduktion\* nach Industrie- und Schwellenländern



\*Produktionsindex, Veränderung im Vergleich zum Vorjahresquartal in Prozent

Quelle: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis



### Schwache Produktionsdynamik am aktuellen Rand

In der Zweimonatsbetrachtung Februar/März 2016 ist die weltweite Industrieproduktion in Vergleich zum Vorjahreszeitraum saison- und kalenderbereinigt um 0,9 Prozent gestiegen. Die Schwellenländer konnten ihre Produktion um 2,7 Prozent ausweiten, wozu die asiatischen Staaten maßgeblich beitrugen. Nur in Lateinamerika waren Produktionsrückgänge zu verzeichnen. Die restlichen Schwellenländer weiteten Ihre Industrieproduktion leicht aus. In den entwickelten Volkswirtschaften ging die Industrieproduktion aufgrund der schwachen Entwicklungen in den USA und Japan im Zweimonatszeitraum Februar/März 2016 gegenüber Vorjahr um insgesamt ein Prozent zurück. Im Euroraum sowie in den restlichen entwickelten Volkswirtschaften war eine leichte Produktionsausweitung zu verzeichnen. Der globale Einkaufsmanagerindex für das Produzierende Gewerbe ist im April um 0,5 Prozentpunkte auf 50,1 gesunken und bewegt sich nur noch knapp im Expansionsbereich.

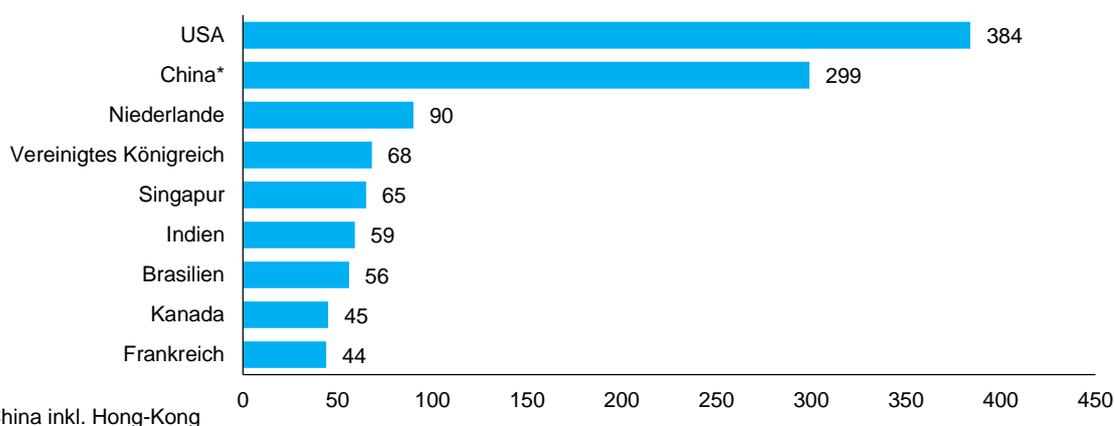
## Welthandel mit schwachem Wachstum

Eine vorläufige Abschätzung der Entwicklung liefert das Netherlands Bureau for Economic Analysis (CPB). Laut CPB-Angaben ist der Welthandel im ersten Quartal 2016 um 1,7 Prozent gegenüber dem Vorquartal zurückgegangen. Damit setzt sich der Trend einer rückläufigen Dynamik des Welthandels fort (Q3 2015: 1,4 Prozent, Q4 2015: 0,7 Prozent). Ausschlaggebend für den Rückgang zu Jahresbeginn war der Einbruch der Nachfrage der Schwellenländer (minus 4,8 Prozent). Die Nachfrage der Industrieländer hatte sogar leicht um 0,3 Prozent gegenüber dem Vorquartal zugelegt. Exportseitig waren von dem Rückgang der Nachfrage hauptsächlich die Schwellenländer betroffen (minus 2,1 Prozent), die Ausfuhren der Industrieländer gingen im ersten Quartal nur um ein Prozent zurück. Besonders stark ausgeprägt war der Rückgang des letzten Quartals im Januar (minus drei Prozent gegenüber dem Vormonat), im März war hingegen nur noch ein leichter Rückgang zu verzeichnen (minus 0,5 Prozent). Da die einzelnen Monatswerte volatil sind und somit kaum Trendaussagen gestatten, weist das CPB zusätzlich das Momentum des Wachstums aus, also das Wachstum der letzten drei Monate im Verhältnis zu den drei Vormonaten. Dieses Momentum lag im März bei minus 1,7 Prozent (Februar: minus 0,5 Prozent), die Entwicklung des Welthandels ist also weiter abwärts gerichtet. Auch laut RWI/ISL-Containerumschlag-Index, der die Entwicklung des Welthandels anhand der Angaben von 81 internationalen Häfen abschätzt (zuletzt für April 2016), fällt der Welthandel in eine Stagnation zurück. Im gesamten Jahr 2015 war der Welthandel laut Angaben des Internationalen Währungsfonds (IWF) um 2,8 Prozent gewachsen. Für das laufende Jahr geht der IWF von einem Wachstum in Höhe von 3,1 Prozent aus, für 2017 erwartet er 3,8 Prozent. Ob dieser Wert erreicht werden kann, wenn die derzeitige Entwicklung anhält, ist fraglich.

## Ausländische Direktinvestitionen (ADI): Übernahmen dominieren

Laut vorläufiger Angaben der UNCTAD sind die weltweiten Investitionsströme im Jahr 2015 gegenüber dem Vorjahr um 36,5 Prozent angestiegen. Mit einem Volumen von 1,7 Billionen US-Dollar lagen sie auf dem höchsten Niveau seit der weltweiten Finanzkrise. Ausschlaggebend für das starke Wachstum waren hauptsächlich Unternehmensübernahmen (M&A), die um 61,5 Prozent zugenommen haben. Hingegen sind die Aufbauinvestitionen (*green field investments*) mit nur 0,9 Prozent Wachstum fast unverändert geblieben. Die starke weltweite Zunahme der ADI geht also nicht mit einer globalen Ausweitung der weltweiten Produktionskapazitäten in gleicher Dynamik einher.

### Investitionen 2015: USA Magnet für Investoren Zuströme weltweiter Direktinvestitionen (ADI) im Jahr 2015 (Milliarden US-Dollar)



Quelle: UNCTAD

Ein wesentlicher Treiber des Anstiegs war der ADI-Anstieg in die Industrieländer um 89,9 Prozent auf 936 Milliarden US-Dollar. Insgesamt gingen 55 Prozent der Investitionsströme im Jahr 2015 in die Industrieländer. Besonders beliebt als Ziel der weltweiten Investoren waren 2015 die USA. Noch im Jahr 2014 lagen die ADI-Ströme mit 107 Milliarden US-Dollar im Vergleich zu den Vorjahren auf einem sehr niedrigen Niveau, 2015 stiegen sie um rund das Vierfache auf 384 Milliarden US-Dollar. Die Zunahme der ADI in die USA deckt sich mit den Ergebnissen einer Umfrage von Ende 2015, laut der die USA das wichtigste Investitionsziel für 151 befragte CFOs deutscher Großunternehmen in den folgenden zwölf Monaten war (Deloitte 2015). Die USA sind damit weiterhin das bedeutendste ADI-Ziel weltweit.

Die Investitionen in die Europäische Union sind im Jahr 2015 nach drei Jahren des Rückgangs kräftig um 67,6 Prozent auf 426 Milliarden US-Dollar angestiegen. Auch in der EU ging die Zunahme weitgehend auf Unternehmensübernahmen (M&A) zurück. Allerdings wurden hier mit einem Anstieg des greenfield investment in Höhe von 14,2 Prozent auch die Produktionskapazitäten ausgebaut.

Die Investitionen in die Entwicklungs- und Schwellenländer konnten 2015 um 5,3 Prozent zulegen. In die Entwicklungs- und Schwellenländer Asiens stiegen sie um 15,5 Prozent an. Die Investitionen nach China, dem zweitgrößten Investitionsziel weltweit, stiegen um sechs Prozent auf 163 Milliarden US-Dollar – damit wurde mehr in China investiert als jemals zuvor. Allerdings gingen in China die Investitionen in Produktionskapazitäten zurück, während die Investitionen in den Dienstleistungssektor zunahmen. Die Investitionen nach Afrika sind 2015 um 31,4 Prozent auf 38 Milliarden US-Dollar zurückgegangen, insbesondere Subsahara-Afrika war von dem Rückgang betroffen. Die ADI-Ströme nach Südafrika gingen sogar um 74 Prozent zurück.

Für das laufende Jahr erwartet die UNCTAD keine Fortsetzung des Wachstums der weltweiten Direktinvestitionen des Jahres 2015. Angesichts der Fragilität der Weltwirtschaft, der Volatilität auf den Finanzmärkten und erhöhter geopolitischer Risiken wird anstatt dessen ein Rückgang erwartet.

## Kapitalströme: Abflüsse aus Schwellenländern

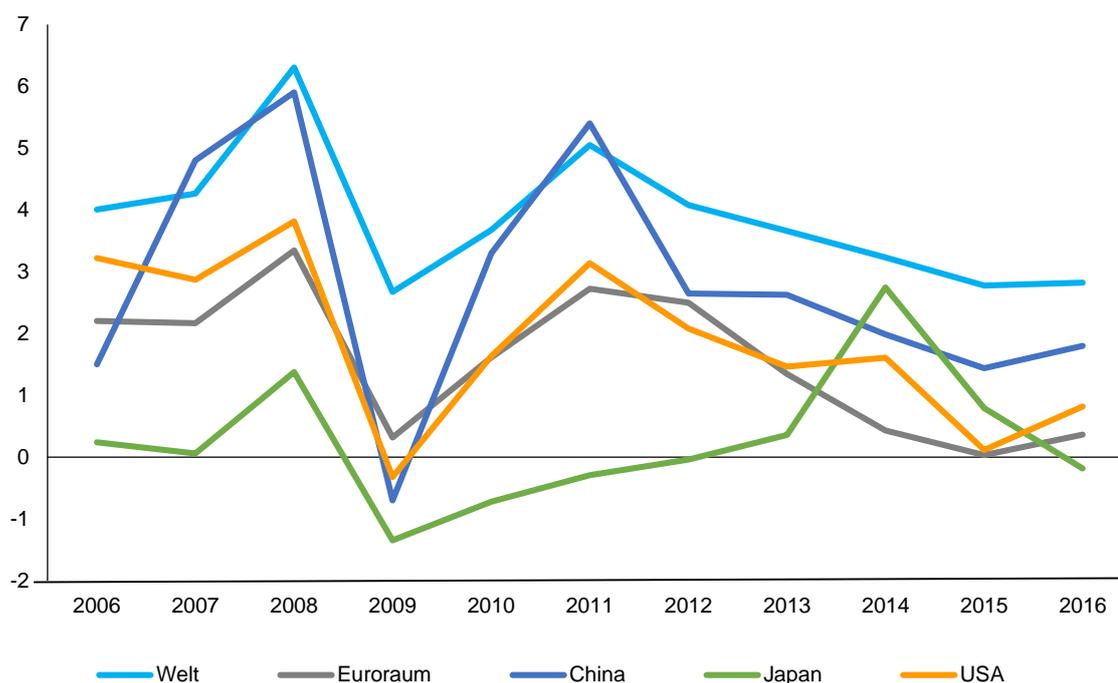
Die Netto-Kapitalflüsse in Schwellenländer sind seit 2010 merklich zurückgegangen. Eine derartige Phase im Zyklus der Investitionsflüsse gab es bereits in den 80er und 90er Jahren. Diese Bewegung lässt sich einerseits durch den Catching-Up Prozess und die rückläufigen Wachstumsraten der Schwellenländer erklären, andererseits auch durch die Normalisierung der Geldpolitik in den USA. Durch die Öffnung der Finanzmärkte der Schwellenländer zeigt sich, dass die Kapitalabflüsse nun stärker steigen als zuvor (IWF 2016a). Im Vergleich zu 2010 waren 2015 laut IWF-Berechnungen die Netto-Kapitalflüsse in den Schwellenländer um 1,1 Billion US-Dollar geringer. Dies entspricht knapp fünf Prozent des BIPs dieses Aggregats aus 45 Ländern. Regional gesehen wird diese Entwicklung besonders stark durch die Rückgänge in China und Russland getrieben. Rund drei Viertel der 45 Länder verzeichneten ebenfalls Einbrüche der Netto-Kapitalflüsse. Dies betrifft sowohl Rohstoff-exportierende als auch -importierende Länder. Länder mit flexiblen Wechselkursen, niedriger Staatsverschuldung und höheren Fremdwährungsreserven wiesen geringere Netto-Kapitalflüsse auf als andere. In Bezug auf die unterschiedlichen Kategorien von Kapitalflüssen (Direktinvestitionen, Portfolio Eigenkapital, Portfolio Fremdkapital und andere Investitionen inklusive Bankkredite) zeigen sich bei allen vier Typen Einbrüche der Kapitalzuflüsse. Am stärksten sind die Direktinvestitionen und andere Investitionen betroffen.

Der IWF (2016a) führt die sinkenden Netto-Kapitalflüsse größtenteils auf die geringeren Wachstumsaussichten der Schwellenländer zurück. Ein baldiger Anstieg der Kapitalströme ist damit nicht in Sicht. Aus wirtschaftspolitischer Sicht wird diese Entwicklung die Schwellenländer vor Herausforderungen stellen. Verantwortungsvolle Fiskalpolitik wird in Hinblick auf eine mögliche Verschlechterung der Finanzierungskonditionen der Schulden noch bedeutender. Ebenso werden makroprudentielle Überwachung, insbesondere zu Wechselkursungleichgewichten und der Aufbau von Fremdwährungsreserven, wichtiger.

## Inflationsentwicklung und wesentliche Entwicklungen in der Geldpolitik

Von 2011 bis 2015 verzeichneten die meisten Wirtschaftsräume der Welt sinkende Inflationsraten. Die globale Preissteigerung ging von fünf Prozent auf unter drei Prozent zurück. In den USA und im Euroraum sank die Inflation von jeweils rund drei Prozent auf nahezu null Prozent ab. Der schwache Preisauftrieb liegt einerseits am Rückgang der Preise von Öl und weiterer Rohstoffe und andererseits an der generell getrübt konjunkturellen globalen Konjunkturalentwicklung. Für das Jahr 2016 erwarten die EZB (2016b), die Europäische Kommission (2016) und die OECD (2016a) eine Trendwende in der Inflationsentwicklung.

### Globale Inflationsentwicklung in Prozent



Quelle: IWF 2016a



Die Europäische Zentralbank hat im März 2016 das Quantitative Easing weiter ausgedehnt. Das Anleihekaufprogramm wurde von monatlich 60 Milliarden auf 80 Milliarden Euro aufgestockt und neben Staatsanleihen können nun auch Unternehmensanleihen gekauft werden. Der Leitzins im Euroraum wurde auf null Prozent gesenkt, der Einlagenzins auf minus 0,4 Prozent. Des Weiteren wurde eine spezielle Kreditlinie (TLTRO II) geschaffen, mit der sich Banken günstig refinanzieren können, wenn sie Kredite an die Realwirtschaft vergeben. EZB-Präsident Draghi betont richtigerweise, dass Geldpolitik alleine nicht ausreicht. Die Nachhaltige Belegung der Wirtschaft und damit der Preissteigerung erfordert vor allem Strukturreformen in den Mitgliedstaaten der Wirtschafts- und Währungsunion.

Die Federal Reserve Bank hat bereits im Dezember 2015 die Zinswende eingeleitet und die Leitzinsen von null bis 0,25 Prozent auf 0,25 bis 0,5 Prozent erhöht. Es war geplant, im Jahr 2016 schrittweise weitere Erhöhungen durchzuführen. Deutsche Bank Research (2016a) rechnete damit, dass die Leitzinsen so bis 2017 auf knapp über zwei Prozent geführt werden. Diese Entscheidung wurde vor allem durch die soliden Wirtschaftsdaten der USA Ende 2015 getrieben, die sich im ersten Quartal 2016 jedoch eingetrübt hatten. Weitere Erhöhungen der Leitzinsen blieben daher in diesem Jahr bisher aus.

Die Inflation in Japan dürfte sich im Jahr 2016 nach einer Phase steigender Preise von 2013 bis 2015 wieder in den deflationären Bereich bewegen. Die Bank of Japan hatte 2013 ein ambitioniertes Quantitatives Easing Programm gestartet. Ähnlich wie im Euroraum fehlen jedoch Strukturreformen, um die Konjunktur- und Preisentwicklung nachhaltig zu stabilisieren.

## Internationale Finanzstabilität

Die globale Finanzmarktstabilität hat sich zuletzt verschlechtert. Die Aktienpreise sind global zu Beginn des Jahres rund zehn Prozent zurückgegangen. Bis heute konnte ein Großteil des Einbruchs wieder aufgeholt werden, die Volatilität bleibt jedoch hoch. Die Risikoaversion nimmt zu und Credit Spreads sind angestiegen. Die Stabilität europäischer Banken hat dank Bankenunion zugenommen, viele Institute stehen jedoch dennoch vor großen Problemen und müssen ihre Geschäftsmodelle ändern. Die Ertragslage der EU-Banken ist schlechter als jener in den USA und die Bilanzbereinigung findet langsamer statt. Während in den USA noch rund 0,7 Prozent notleidende Kredite in den Bilanzen stecken, so sind es in der EU über zwei Prozent. In einzelnen Ländern (Italien 11,2 Prozent) und Instituten sind die Zahlen wesentlich höher. Die Kurse der europäischen Banken sind zuletzt signifikant gesunken. Generell sieht der IWF (2016b) Überkapazitäten im EU-Bankenbereich.

Die Bedeutung der Schwellenländer für die globale Finanzstabilität hat im letzten Jahrzehnt beträchtlich zugenommen. Die Risiken in China und anderen Märkten haben zunehmend größere Auswirkungen auf die deutsche und europäische Außenwirtschaft. Einerseits ist der Anteil der Schwellenländer am globalen BIP auf beachtliche 38 Prozent angestiegen. Andererseits hat sich der Außenhandel zwischen Schwellenländern und entwickelten Ländern intensiviert und die Integration der globalen Finanzmärkte ist seit Beginn des Jahrtausends zügig vorangeschritten. Als Konsequenz lässt sich rund ein Drittel der Volatilität der Aktienmärkte in den entwickelten Ländern auf die Schwellenländer zurückführen. So hat sich nach den Turbulenzen an der chinesischen Börse am 6. Januar 2016 die Volatilität der globalen Aktienkurse signifikant erhöht.

Gefahren für die internationale Finanzstabilität finden sich vor allem im zunehmenden Verschuldungsgrad der Schwellenländer. Die private Verschuldung gemessen am BIP liegt in den Schwellenländern aktuell bei rund 130 Prozent der Wirtschaftsleistung. Dieser Wert liegt zwar unter dem der entwickelten Volkswirtschaften mit 160 Prozent, ist aber seit zehn Jahren beständig gestiegen. Die Verschuldung des Unternehmenssektors in den Schwellenländern hat sich in den letzten zehn Jahren laut Daten der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2016) von 55 Prozent auf über 100 Prozent des BIP fast verdoppelt. Simultan zum wachsenden Verschuldungsgrad sinkt die Profitabilität der Unternehmen. Im selben Zeitraum hat sich die Eigenkapitalrentabilität in den Schwellenländern von 18 auf 8,5 Prozent reduziert und die Tendenz ist weiter fallend. Die Rückzahlung vieler aufgenommenen Kredite erscheint nun fraglich. Steigende Schulden und sinkende Erträge zeigen die Fehlallokation von Kapital und Ressourcen in vielen Schwellenländern an. Wir gehen daher davon aus, dass langwierige und schmerzhaft Umstrukturierungen bevor stehen, die sich auf die globalen Handelsströme auswirken werden.

Erschwerend kommt hinzu, dass ein beträchtlicher Anteil der Schulden in US-Dollar notiert ist. Unternehmensanleihen im Ausmaß von 1,6 Billionen US-Dollar sind in den Schwellenländern im Umlauf. Und dies betrifft nicht nur Unternehmen, die ihre Einnahmen in Dollar beziehen. Wechselkursentwicklungen stellen somit ein weiteres Risiko dar. Der nominale handelsgewichtete US-Dollar-Kurs ist seit 2011 um rund ein Viertel gestiegen. Die Zinspolitik der FED könnte diesen Trend noch verstärken.

Neben dem Unternehmenssektor sind auch die Risiken im öffentlichen Sektor angestiegen. Die Spreads auf Staatsanleihen haben sich in vielen Schwellenländern erhöht. Die Gründe dafür sind zumeist länderspezifisch. Während es in Brasilien insbesondere die schwache wirtschaftliche Performance ist, sind es in ölexportierenden Ländern die gesunkenen Rohstoffpreise. Öffentliche Haushalte und der Unternehmenssektor sind in vielen Schwellenländern unsauber getrennt. Vor allem im Rohstoffsektor stehen zahlreiche staatliche Unternehmen vor

großen Herausforderungen. Ansteckungsgefahren sind in beide Richtungen möglich. Verluste der Staatsbetriebe belasten die öffentlichen Budgets beträchtlich. Umgekehrt schränken angespannte öffentliche Haushalte die Finanzierung der staatlichen Unternehmen ein.

## Deutsches Glück in schwacher Welt?

Die weltwirtschaftliche Entwicklung dürfte in diesem Jahr seitwärts tendieren. Ganz generell schwächelt die Nachfrage in Afrika, Amerika und Asien und Eurasien etwas, während sie in Kerneuropa alleinig anzieht. Die bremsenden Momente aus der Entwicklung der Partnerregionen sind jedoch in flachen außenwirtschaftlichen Entwicklungen zu spüren.

Zudem haben in den letzten beiden Jahren Finanzrisiken im internationalen System wieder zugenommen. Die Gefahren, die von einem Nein beim britischen Referendum über den Verbleib in der EU ausgehen, sind zudem sehr substantiell und könnten gar eine britische Rezession zur Folge haben (HM Treasury 2016b). Die Fehlermargen in der internationalen Konjunkturlage und -politik sind kleiner geworden.

Wir gehen im neuen Quartalsbericht Deutschland der Frage nach, ob die deutsche Wirtschaft sich weiterhin robust in diesem Umfeld entwickeln kann. Die Risiken aus dem Rest der Welt sind jedenfalls nicht von der Hand zu weisen.

## Quellenverzeichnis

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2016). Credit, commodities and currencies. Rede von Jaime Caruana im Februar 2016 in London, <http://www.bis.org/speeches/sp160205.pdf>, Zugriff am 23.5.2016.

Deloitte (2015). CFO Survey Herbst 2015. November.

Deutsche Bank Research (2016a). The House View. Januar.

---(2016b). The House View. April.

Eichert, Wolfgang; Jäger, Solveigh (2016). Wachstumsausblick Europa. BDI. Berlin/Brüssel.

Europäische Kommission (2016). Spring Forecast. Brüssel.

Europäische Zentralbank (2016a), Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom März 2016. Frankfurt/M.

---(2016b), Monthly Bulletin. Issue 3/2016. Frankfurt/M.

HM Treasury (2016a). HM Treasury analysis: the long-term economic impact of EU membership and the alternatives. London. April.

---(2016b). HM Treasury analysis: the immediate impact of leaving the EU. London. Mai.

Internationaler Währungsfonds (2016a). World Economic Outlook. Washington, D.C..

---(2016b). Global Financial Stability Report. Washington, D.C..

---(2016c). Fiscal Monitor. Acting Now, Acting Together. Washington, D.C..

Mildner, Stormy-Annika et al. (2016). USA – Stabilitätsanker der Weltwirtschaft. Länderbericht USA. Berlin.

Müller, Hanna, Klaus Deutsch (2015). Reform oder Instabilität? Yi Jinpings Entscheidungen für ein neues China. Länderbericht. Berlin.

OECD (2015). Going for Growth. Paris.

---(2016a). Economic Outlook. Paris. April.

---(2016b). The Economic Consequences of BREXIT: A Taxing Decision. OECD Economic Policy Paper No. 16. Paris.

Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2016). Gemeinschaftsdiagnose. Frühjahr 2016. Aufschwung bleibt moderat – Wirtschaftspolitik wenig wachstumsorientiert. Berlin.

U.S. Bureau of Economic Analysis (2016). Washington. Mai.

Weißes Haus (2016). Economic Report of the President. Washington, D.C.: Februar.

Zhiwei, Zhang und Zeng Li (2016). China: Revising up Q2 GDP growth forecast. Deutsche Bank. Data Flash. 15. April. Hongkong.

## Impressum

Bundesverband der Deutschen Industrie e.V. (BDI)  
Breite Straße 29, 10178 Berlin  
www.bdi.eu  
T: +49 30 2028-0

### Autoren

Dr. Klaus Günter Deutsch  
T: +49 30 2028 1591  
k.deutsch@bdi.eu

Dr. Wolfgang Eichert  
T: +322 792 10 14  
w.eichert@bdi.eu

Julia Howald  
T: +49 30 2028 1483  
j.howald@bdi.eu

Thomas Hüne  
T: +49 30 2028 1592  
t.hüne@bdi.eu

Dr. Christoph Sprich  
T: +49 30 2028 1525  
c.sprich@bdi.eu

### Redaktion

Dr. Stormy-Annika Mildner  
T: +49 30 2028 1562  
s.mildner@bdi.eu