



BDI

Bundesverband der
Deutschen Industrie e.V.

GLOBALER WACHSTUMSAUSBLICK

Der Dollar von Donald Trump. Die Weltwirtschaft vor neuer Ära

Januar 2017

- **Die Weltwirtschaft wird 2017 deutlich anziehen.** Das Wachstum wird um gut 3,5 Prozent und damit um einen halben Prozentpunkt zulegen. Der Welthandel dürfte um drei bis vier Prozent anziehen. Die deutsche Wirtschaft wird 2017 mit 1,5 Prozent wachsen.
- **Die größten Impulse werden wohl ab dem Sommer aus den Vereinigten Staaten kommen.** Die Trump-Administration und der Kongress dürften die Körperschaft- sowie die Einkommensteuer senken und die Ausgaben für Verteidigung erhöhen. Die Defizite im Bundeshaushalt und der Leistungsbilanz dürften dementsprechend zunehmen. Der neue Protektionismus birgt jedoch große Gefahren.
- **Der Dollar von Donald Trump wird im Jahresverlauf um fünf bis zehn Prozent gegenüber den wichtigsten Weltwährungen aufwerten.** Zumindest anfänglich ist zudem mit einer erhöhten Volatilität der Währungsrelationen zu rechnen. Transatlantische Konjunktur- und Zinsdifferenzen sowie Gewinnrepatriierungen werden die Anpassungen treiben.
- **Der Euroraum und Japan werden somit einen moderaten Impuls für die Nettoexporte und die Investitionstätigkeit erhalten.** Die konjunkturelle Erholung in der EU wird sich dadurch weiter festigen. Der Abwertungsdruck auf den Renminbi erschwert dagegen die chinesische Stabilisierungspolitik.
- **In wichtigen Schwellenländern wird die Verwundbarkeit gegenüber einer hohen Dollarverschuldung des privaten Sektors bei steigenden Zinsen in den USA und einem aufwertenden Dollar bedeutsamer.** Die Finanzrisiken bei den größeren Dollarschuldnern nehmen zu.

Inhaltsverzeichnis

Müde Weltkonjunktur 2016	3
Schwache Erholung in den Vereinigten Staaten.....	5
Chinas politischer Konjunkturzyklus.....	6
Europas Wirtschaft wächst moderat, aber stabil.....	8
Japans Wachstum überrascht positiv	9
Stimulus nach US-Wahlen ändert den weltweiten Ausblick	10
Regionale Konjunkturentwicklung konvergiert wieder stärker	13
Industrieproduktion weltweit: Talsohle durchschritten?	15
Welthandel: schwaches Wachstum 2016, aber Erholungsaussicht.....	16
Ausländische Direktinvestitionen: Deutlicher Rückgang im letzten Jahr	16
Kapitalströme: Eine Trendwende in den Schwellenländern?	17
Internationale Finanzstabilität nach wie vor auf tönernen Füßen	18
Deutsche Wirtschaft vor unsicherem Impuls	18
Quellenverzeichnis	20
Impressum	22

Müde Weltkonjunktur 2016

Das Jahr 2016 dürfte wohl mit einer weltwirtschaftlichen Geradeausfahrt zu Ende gehen. Das erste Halbjahr 2016 schnitt voraussichtlich mit 2,9 Prozent nur unmerklich besser ab als die zweite Jahreshälfte 2015 mit 2,8 Prozent (IWF 2016a). Das zweite Halbjahr 2016 dürfte weiter unmerklich angezogen haben. Mit rund drei Prozent realem Wachstum der Wirtschaftsleistung 2016 entfaltete sich keine größere Dynamik als im Vorjahr. Die Industrieproduktion zog mit etwa zwei Prozent an, verlief in den Industrieländern flach, legte jedoch in den Schwellenländern um vier Prozent zu. Die Einkaufsmanagerindizes signalisierten über lange Zeit Stagnation, zogen jedoch zuletzt leicht an.

Prognoseübersicht: Wachstum der realen Wirtschaftsleistung 2016/17/18

	2016			2017			2018		
	IWF ¹	OECD ²	EU-KOM ³	IWF ¹	OECD ²	EU-KOM ³	IWF ¹	OECD ²	EU-KOM ³
Welt	3,1	2,9 ⁴	3,0	3,4	3,3 ⁴	3,4	3,6	3,6	3,5
USA	1,6	1,5	1,6	2,3	2,3	2,1	2,5	3,0	1,9
China	6,7	6,7	6,6	6,5	6,4	6,2	6,0	6,1	6,0
Japan	0,9	0,8	0,7	0,8	1,0	0,8	0,5	0,8	0,4
EU			1,8			1,6			1,8
Eurozone	1,7	1,7	1,7	1,6	1,6	1,5	1,6	1,7	1,7
Deutschland	1,7	1,7	1,9	1,5	1,7	1,5	1,5	1,7	1,7
Frankreich	1,3	1,2	1,3	1,3	1,3	1,4	1,6	1,6	1,7
Italien	0,9	0,8	0,7	0,7	0,9	0,9	0,8	1,0	1,0
Spanien	3,2	3,2	3,2	2,3	2,3	2,3	2,1	2,2	2,1
Großbritannien	2,0	2,0	1,9	1,5	1,2	1,0	1,4	1,0	1,2
Indien	6,6 ⁵	7,4	7,4	7,2 ⁵	7,6	7,4	7,7	7,7	7,5
Brasilien	-3,5	-3,4	-3,1	0,2	0,0	0,9	1,5	1,2	1,5
Russland	-0,6	-0,8	-1,0	1,1	0,8	0,6	1,2	1,0	0,8

1: IWF (2017). Stand Januar.

2: OECD (2016). Stand November.

3: Europäische Kommission (2016). Stand November.

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



Weltwirtschaft in schwachem Gleichgewicht

Die Weltwirtschaft steckt im letzten Jahr somit in einem schwachen Gleichgewicht von geringer Nachfragedynamik, schwachen Investitionen und geringen Produktivitätszuwächsen fest (OECD 2016, Ollivaud et al. 2016, IWF 2016a). Nach-Krisen-Effekte wie schwächelnde Bankensysteme nebst Finanzierungsschwierigkeiten für die Wirtschaft, die Alterung in den Industrieländern sowie in China und schwache Produktivitätstrends haben die

Märkte Jahr für Jahr zu Abwärtskorrekturen ihrer Erwartungen gezwungen, so auch erneut 2016. Das unerwartet geringe Produktivitätswachstum lässt auf ein geringeres zukünftiges Wachstumspotenzial schließen, geht mit einem niedrigeren Gleichgewichtszins einher, dämpft die Gewinnerwartungen, senkt den Preisauftrieb unter die Erwartungen und erschwert die Geld- und Fiskalpolitik in den meisten Volkswirtschaften erheblich. Dieses Syndrom hat zum Beispiel zu einer dramatischen Erwartungskorrektur für den wichtigsten Finanzmarktpreis, den Leitzins der US-FED, geführt, von der man vor vier Jahren am Markt erwartete, sie würde heute bei zwei Prozent und nicht wie in der Realität bei 0,5 bis 0,75 Prozent liegen (IWF 2016a). Die Investitionen und der technische Fortschritt enttäuschten ebenfalls, und ohne Kurskorrektur in der Politik dürfte die Weltwirtschaft in einem Gleichgewicht auf niedrigem Niveau steckenbleiben.

Industrieländer enttäuschten die Erwartungen

Die Industrieländer blieben mit rund 1,6 Prozent realem Wirtschaftswachstum unter den Erwartungen, insbesondere die Vereinigten Staaten, deren Motor nur auf dem Zylinder des privaten Verbrauchs rund lief, während die Entwicklungs- und Schwellenländer mit knapp über vier Prozent Wachstum das Gesamtergebnis stabilisiert haben. In einer ungewöhnlichen Konstellation dürften die Eurozone und das Vereinigte Königreich das Jahr mit höherem Zuwachs beendet haben als die USA und Kanada.

Die Unternehmen und die Finanzmärkte hatten sich seit 2013 an das geringe Tempo des Wachstums gewöhnt. Die Erwartungen zukünftiger Nachfrage und Gewinne blieben bescheiden, und die Investitionen ebenfalls. Entsprechend niedrig rentierten die staatlichen Anleihen in Japan und Europa und bis zum Herbst auch in den USA. Der Welthandel wuchs 2016 mit 2,3 Prozent erneut langsamer als die gesamtwirtschaftliche Produktion. Immerhin verzeichnete die Beschäftigung moderate Zuwächse, und die Arbeitslosigkeit ging überall leicht zurück.

Preisauftrieb blieb daher schwach

In einem solchen Umfeld konnten sich die Inflationsraten kaum von unten den Zielmarken der Notenbanken annähern. Die Industrieländer schlossen das erste Halbjahr mit einem halben Prozent Inflation ab, nach 0,3 Prozent 2015. In den Schwellenländern war ebenfalls keine Dynamik festzustellen. Sehr niedrige Leitzinsen sowie quantitative Maßnahmen blieben in den meisten Regionen erforderlich. Die Kerninflationsraten kamen jedoch kaum vom Fleck. Allein in den USA zeichnete sich eine gewisse Normalisierung ab. Für einen gewissen Auftrieb sorgten die Rohstoffpreise. Zwar zogen die Preise für Öl um 50 Prozent, von Kohle um gut 30 Prozent und für Rohstoffe (Metalle und Nahrungsmittel) um gut zehn Prozent an, während die Gaspreise angesichts russischer Hochproduktion und schwacher asiatischer Nachfrage leicht fielen. Insbesondere der Ölmarkt wurde jedoch durch Produktionseinbrüche geprägt. Die Preise erholten sich vom Zehn-Jahres-Tief zu Jahresbeginn allmählich.

Geldpolitik stützte, Finanzpolitik blieb neutral, Strukturreformen: Fehlanzeige

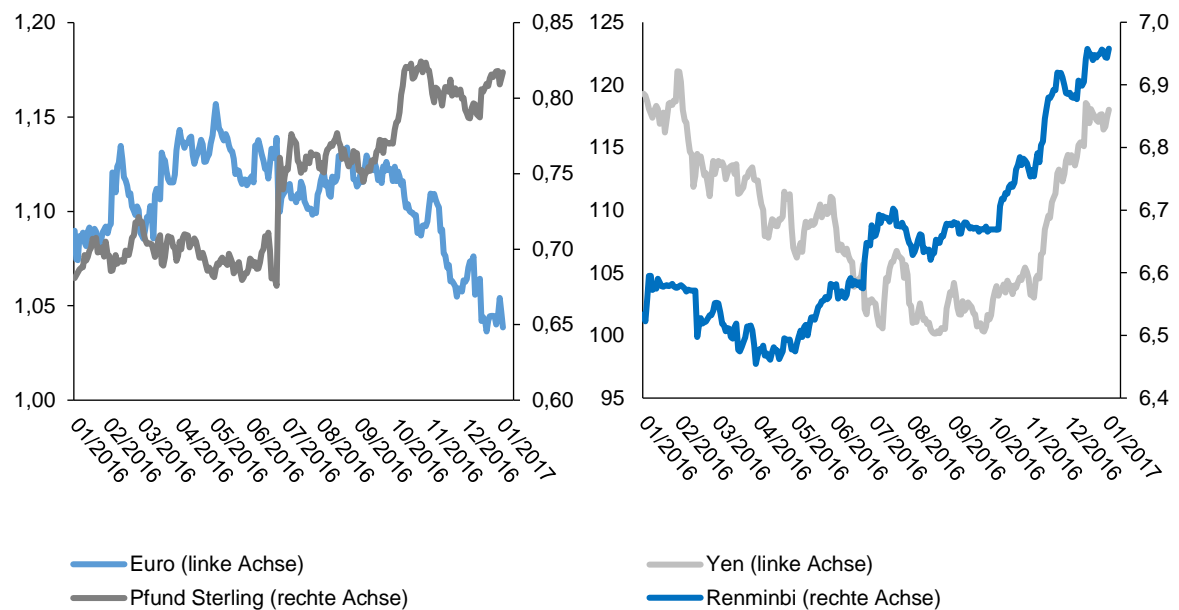
Die letzten beiden Jahre der weltwirtschaftlichen Geradeausfahrt waren von einem makroökonomischen Policy-Mix geprägt, der nun wohl zu Ende gehen wird. Die Notenbanken der großen Wirtschaftsräume behielten ihren konsequenten Expansionskurs bei und erzielten dabei Teilerfolge in der Geldwertstabilisierung und teilweise in der Wachstumsstimulierung. Die Finanzpolitik blieb bei leichten regionalen Divergenzen in der Summe weitgehend neutral, und Strukturreformen erwiesen sich trotz diverser G20-Selbstverpflichtungen in den großen Ökonomien als Rarität. Im Ergebnis blieb es dabei, dass die Geldpolitik die Last der Stabilisierung allein tragen musste – „the only game in town“ (El-Erian 2016). Dies veranlasste die Notenbanker zu Recht dazu, mehr Hilfe durch Finanzpolitik und Strukturreformen einzufordern.

Devisenmärkte kamen im Jahresverlauf zur Ruhe – mit Ausnahme von Pfund Sterling

Nach den Währungsturbulenzen zum Jahresauftakt kehrte mit der chinesischen makroökonomischen Stabilisierung im Frühjahr zunächst mehr Ruhe an den Devisenmärkten ein, bevor der Ausgang des britischen Referendums über den Verbleib in der EU zu einer deutlichen Pfundabwertung führte. Der Außenwert der Währungen

Brasiliens, Japans und Russlands erholte sich mit der Wirtschaftslage, während der chinesische Renminbi zwar gegenüber dem Währungskorb, der als Orientierung dient, stabil blieb, gegenüber dem Dollar jedoch um sechs Prozent nachgab.

Entwicklung der Wechselkurse zum US-Dollar



Quelle: Macrobond



Schwache Erholung in den Vereinigten Staaten

Die größte Volkswirtschaft der Welt setzte ihren moderaten Erholungskurs zwar auch 2016 fort, jedoch voraussichtlich nur mit niedrigem Tempo von rund 1 ½ Prozent realem Wachstum. Nach zwei sehr schwachen Anfangsquartalen mit Wachstumsraten von rund 0,2 und 0,3 Prozent gegenüber dem Vorquartal zog die Wirtschaft erst im dritten Quartal mit 0,8 Punkten deutlicher an. Die Schwäche im ersten Halbjahr lag an niedrigen Energiepreisen, geringer Aktivität in der Energiebranche sowie am starken Dollar, der die industrielle Wertschöpfung und die Exporttätigkeit beeinträchtigte. Schwache Ausrüstungsinvestitionen und ein Lagerabbau der Unternehmen kamen hinzu. Getrieben wurde die Belebung seit dem Sommer vom privaten Verbrauch, leicht anziehenden Nettoexporten, den Bundesausgaben und Lagereffekten, während die Investitionen und die Ausgaben der anderen staatlichen Ebenen bremsten. Die Entwicklung in den ersten drei Quartalen fiel in der Summe jedoch deutlich hinter die Erwartungen der meisten Beobachter noch zum Jahresanfang zurück.

Schwächster Nachkriegsaufschwung überhaupt, aber Erholung auf dem Arbeitsmarkt

Überhaupt erwies sich die Nach-Krisen-Erholung der US-Wirtschaft seit 2009 als die schwächste Erholung der Nachkriegszeit. Mit 2,1 Prozent durchschnittlichem Wachstum seit dem zweiten Quartal 2009 liegt man 0,7 bis fünf Prozentpunkte unter den zehn anderen Aufschwungphasen seit dem Zweiten Weltkrieg. Dies zeigt, wie gra-

vierend die Krise von 2008/09 war. Zugleich sank auch das Wachstumspotenzial weiter ab, zum Teil demografisch bedingt, zum Teil als Folge mangelnder Investitionen. Die Stundenproduktivität stieg in den letzten beiden Jahren nur mit gut einem Prozent an und damit nur mit halbem Tempo im Vergleich zu den sechs Jahrzehnten vor der großen Krise von 2008/09. Immerhin entwickelte sich der Arbeitsmarkt weiter positiv, und besser als bei diesem mauen Tempo zu erwarten gewesen wäre. Die Beschäftigung dürfte 2016 um 1,7 Prozent zugelegt haben. Die Arbeitslosigkeit sank auf 4,6 Prozent und damit in der Sicht der FED auf ein langfristig tragfähiges Niveau ab. Gleichwohl besteht weiterhin ein hohes Niveau an unfreiwilliger Teilzeittätigkeit fort. In den öffentlichen Haushalten gelang zwar die Rückführung des Defizits des Bundes auf eine tragfähige Höhe, gesamtstaatlich verharrte das Defizit bei 5 ½ Prozent der Wirtschaftsleistung und damit auf problematisch hohem Niveau. Die Staatsverschuldung stieg auf rund 116 Prozent an. Auch angesichts der absehbaren demografischen Belastungen des sozialen Sicherungssystems in den Vereinigten Staaten sind mittelfristige Konsolidierungsanstrengungen auf allen staatlichen Ebenen und eine konsequente Wachstumspolitik für Infrastruktur, Innovation, Bildung und Arbeitsmarktintegration nicht nur erforderlich, sondern unabdingbar.

FED zwischen Mut und schlechten Daten

Die Geldpolitik der FED wurde angesichts solch mäßiger Rahmendaten auf Expansionskurs gehalten. Die Kerninflation rate stieg zwar leicht um einen Viertelpunkt auf 1,7 Prozent an, die Inflationsrate selbst blieb aber weiterhin mit 1,2 Prozent im September deutlich hinter der Zielsetzung von zwei Prozent zurück. Zwar signalisierte die FED-Chefin Yellen im Jahresverlauf 2016 mehrfach, dass die Straffung bald einsetzen könne, die Daten legten aber ein rasches Handeln dann doch nicht nahe. Die Schwäche der Investitionstätigkeit, der Industrieproduktion und der Nettoexporte, die enttäuschende Produktivitätsentwicklung, demografische Trends, vor allem eine strukturell gesunkene Erwerbsbeteiligungsquote, die von über 67 Prozent in 2001 auf rund 63 Prozent heute zurückging – vor allem durch eine wachsende Zahl von Menschen, die aus dem Erwerbsleben ausscheiden, oder ihr Arbeitsangebot reduzieren – und eine niedrige Lohndynamik hielten den Preisaufrieb in engen Grenzen. Erst im Dezember 2016 erhöhte die FED dann den Leitzins um einen weiteren Viertelpunkt auf eine Spanne von 0,5 bis 0,75 Prozent. Sie signalisierte, dass drei weitere Zinserhöhungen im Jahresverlauf 2017 wahrscheinlich seien. Zudem rechneten die Entscheidungsträger in der Notenbank im Mittel mit einer leichten Beschleunigung des Preisaufriebs im laufenden Jahr 2017.

Die Finanz- und Strukturpolitik halfen dem Wachstum 2016 nicht

Die Finanzpolitik sorgte ebenfalls nicht für Impulse, und von Strukturreformen zur Steigerung von Produktivität und Investitionen kann in den USA aufgrund von politischen Blockaden schon seit Jahren nicht mehr die Rede sein. Daher signalisierte die FED im Jahresverlauf mehrfach, dass es wohl richtig wäre, die US-Wirtschaft vorübergehend mit einer etwas stärkeren Expansionsdosis als üblich zu versehen, um die Wachstumskräfte zu stärken, gleichwohl aber auch nicht hinter den Anforderungen nach Straffung zurückzufallen (Yellen 2016a, b, Fischer 2016, siehe auch Hooper et al. 2016 zur Diskussion). Durch die Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten und die dadurch ausgelösten Effekte auf den Finanzmärkten könnte sich das Kalkül der FED ändern. Die bereits erfolgte Dollaraufwertung sowie deutlich gestiegene Kapitalmarkttrenditen auf der einen Seite und Konjunkturbelebung durch fiskalische Impulse auf der anderen Seite werden auch weiterhin sorgfältig in ihrer Gesamtwirkung auf Inflation und Vollbeschäftigung abgewogen werden müssen und eine schwierige Gradwanderung der FED erfordern. Präsident Trump könnte durch die Besetzung zweier vakanter Gouverneursposten zudem Einfluss ausüben. Die Amtszeiten der Gouverneurin und ihres Vizepräsidenten laufen zudem 2018 aus.

Chinas politischer Konjunkturzyklus

Die chinesische Konjunktur folgte den politischen Vorgaben und den geld- und finanzpolitische Stimuli vom Jahresbeginn 2016 im Jahresverlauf weitgehend. Das Wachstum der realen Wirtschaftsleistung dürfte sich 2016 auf 6 ¾ Prozent belaufen haben, wie wir es schon zum Jahresanfang erwartet hatten. Die Inflationsrate liegt mit knapp über zwei Prozent derzeit auf sehr niedrigem Niveau.

Sektoraler Strukturwandel vollzieht sich stark

Chinas Strukturwandel hin zu einer stärker an Dienstleistungen und der Binnenwirtschaft orientierten Ökonomie vollzog sich 2016 erkennbar rasch. Die Investitionstätigkeit wies die Richtung. Die Anlageinvestitionen stiegen bis Oktober sogar um etwas mehr als acht Prozent gegenüber dem Vorjahr an. Die industriellen Investitionen legten jedoch nur um drei Prozent zu, aber in den Dienstleistungen kam es mit 19 Prozent Wachstum gegenüber Vorjahr zu einem Boom. Die Bauinvestitionen legten nominal um gut sieben Prozent zu. In manchen Städten stiegen zudem die Preise für Gewerbeimmobilien und hochwertige Wohnungen erneut stark an. Daher hat die chinesische Führung die Kreditvergabe an den Immobiliensektor regulatorisch gedrosselt. Die privaten Investitionen, die einen Anteil von über 60 Prozent am Gesamtgeschehen haben, nahmen jedoch nur mit drei Prozent zu, während die Staatsbetriebe ihre Investitionen um gut zwanzig Prozent ausweiteten. Dies belegt, dass diese Entwicklung durch die industriepolitischen Setzungen und die Konjunkturpakete im Infrastrukturbereich getrieben ist. Die Einkaufsmanagerindizes sind zudem nach einer langen Seitwärtsbewegung auf Stagnationsniveau von März bis August in der Industrie ab September deutlich angestiegen, bei den Dienstleistungen bewegt man sich mit Werten von knapp 55 bereits in einer starken Expansionsphase. Zudem beendeten die Produzentenpreise nach dem Sommer ihre jahrelange Talfahrt und legten wieder leicht zu. Der private Verbrauch wuchs mit knapp neun Prozent gegenüber Vorjahr in nominalen Größen jedenfalls ebenfalls solide. Der chinesische Außenhandel hat dagegen 2016 eine Seitwärtsbewegung durchlaufen. Das Gesamtvolumen blieb bis Oktober nahezu gleich, aber die Exporte sanken um 3,2 Prozent in nationaler Währung, während die Importe um den gleichen Prozentsatz wuchsen.

Zahlungsbilanz mit symptomatischen Schwächen

Während die realwirtschaftliche Entwicklung ein hohes Maß an staatlich implementiertem Strukturwandel aufwies und mit geringer privater Dynamik einherging, erwiesen sich die Probleme im Finanzsektor und in der Zahlungsbilanz auch weiterhin als ernst. Chinas Währungspolitik strebt eine Stabilisierung des Renminbi gegenüber einem Währungskorb an. Der Renminbi ist 2016 auch gegenüber dem Korb stabil geblieben. Gegenüber dem Dollar hat die Währung jedoch um gut sechs Prozent abgewertet. In realer und handelsgewichteter Rechnung hat der Renminbi in den ersten zehn Monaten ebenfalls um vier Prozent abgewertet. Obwohl im Jahr 2016 insgesamt Portfoliokapitalzuflüsse in die Schwellenländer stattfanden, kämpfte China mit einem Syndrom von formellen und informellen Kapitalabflüssen. Zum einen mussten chinesische Unternehmen weiterhin erhebliche Dollarverbindlichkeiten ablösen. Zum anderen nahmen die Unternehmen die „Go abroad“-Politik 2016 wohl zu wörtlich und kauften unter anderem auch Hotels, Sport- und Freizeiteinrichtungen, Immobilien und Dienstleistungsfirmen im Ausland. Während chinesische Firmen in 2016 voraussichtlich für rund 170 Milliarden Dollar Vermögenswerte und Beteiligungen im Ausland erworben, verkauften Ausländer dagegen netto ihre Aktiva in China. Zudem griff in stärkerem Umfang auch wieder inoffizieller Kapitalexport über die verschiedenen Methoden um sich. Die Devisenreserven sanken zum Jahresanfang stark ab, stabilisierten sich dann jedoch für einige Monate, um nach dem Sommer erneut unter erheblichen Druck zu geraten. Sehr wahrscheinlich war zudem die Regierung stützend am Devisenmarkt tätig. Diese Lage hat die Führung zu einer erheblichen Verschärfung von Eingriffen in Leistungsbilanz- und Kapitalbilanztransaktionen veranlasst. So ist derzeit unklar, in welchem Umfang ausländische Firmen Gewinne transferieren können, während die Genehmigungspflichten für internationale Aktivitäten von chinesischen Firmen auf strategische essentielle Industrie- und Technologieakquisitionen eingeschränkt wurden. Angesichts der absehbaren Aufwertung des US-Dollars droht die Währung 2017 noch weiter unter Druck zu geraten, obwohl einzelne Treiber nun zunächst mal von der Regierung regulatorisch gebremst worden sind.

Chinesische Führung dürfte leichte Wachstumsreduzierung akzeptieren

Für das politisch entscheidende Jahr 2017, in dem im November die erste maßgebliche personellen Konsolidierung der chinesischen Führung unter Xi Jinping stattfinden soll, ist die Fortführung des politischen Konjunkturzyklus zur Wahrung guter Wirtschaftsnachrichten zwingend. Eine leichte Abschwächung des Wachstums auf 6 ¼ bis 6 ½ Prozent dürfte von der Führung toleriert werden, weil es mit den langfristigen Zielen vereinbar ist.

Angesichts weiterhin etwas zu hoher Zuwachsraten des Kredits, der erneut mit deutlich über zehn Prozent gegenüber Vorjahr zulegt, wird die chinesische Führung 2017 sicherlich noch die finanzielle Hebelwelle weiter reiten. Die Kreditquote (Kredite zum BIP) ist von 120 Prozent in 2010 auf mittlerweile 160 Prozent stark angestiegen, mit gleichbleibender Dynamik. Der IWF hat mehrfach darauf hingewiesen, dass die mittelfristigen Finanzrisiken der chinesischen Politik gravierend sind und eine schockhafte Anpassung mit deutlich niedrigerem Wachstum wahrscheinlich werden lassen (IWF 2016a). Diese Probleme können durch die weltweiten Folgen der absehbaren Wirtschaftspolitik von Donald Trump und die dadurch beschleunigte Anpassung in der Geldpolitik der USA rascher über den Dollar wirken als dies der chinesischen Führung politisch gelegen kommen dürfte. Insofern ist in den Außenwirtschaftsbeziehungen Chinas vermehrt mit interventionistischem Gegensteuern zu rechnen. Dies wiederum stellt selbst ein gewisses Wachstumsrisiko dar. Nicht ohne Grund hat der Economist darauf hingewiesen, dass der Teufelskreis aus Abwertungserwartung, Kapitalabflüssen und steigenden Kapitalverkehrskontrollen bereits binnen Jahresfrist sich negativ auf das wirtschaftliche Wachstum und damit auf politisch sensible Vorgaben für das zentrale Jahr 2017 auswirken könnte und insofern mit größter Strenge gemanagt werden dürfte (Economist 2016). Zudem ist ebenfalls nicht damit zu rechnen, dass sich die chinesische Führung noch in diesem Jahr der Konsolidierung der vielen überschuldeten und über die implizite Staatsgarantie hochgradig subventionierten Staatsbetriebe widmen will. Insofern wird die Zombifizierung der chinesischen Wirtschaft zukünftig fortgeführt werden.

Europas Wirtschaft wächst moderat, aber stabil

Der Aufschwung in der EU und im Euroraum bleibt trotz zahlreicher externer und interner Risiken erstaunlich stabil. Der überraschende Wahlausgang in den USA und geopolitische Spannungen einerseits sowie die Ergebnisse der Referenden in Großbritannien und Italien andererseits haben das Wachstum leicht eingetrübt. Im Jahr 2016 betrug das Wachstum in der EU 1,8 Prozent und im Euroraum 1,7 Prozent (Europäische Kommission 2016a). Für 2017 liegen die Erwartungen bei etwas niedrigeren 1,6 Prozent für die EU und 1,5 Prozent für den Euroraum. In der Frühjahrsprognose der Europäischen Kommission (2016b) lagen die Erwartungen noch jeweils 0,3 Prozentpunkte höher. Der größte Wachstumstreiber in der EU bleibt der Private Konsum, der 2017 mit einem Beitrag von 0,9 Prozentpunkten zu Buche schlagen dürfte. Die Beiträge des staatlichen Konsums und der Investitionen werden mit 0,3 bzw. 0,5 Prozentpunkten geschätzt. Der Außenbeitrag dürfte bei null Prozentpunkten liegen. Die Arbeitslosenraten sind weiterhin rückläufig und lagen nach Höchstständen von elf Prozent in der EU und zwölf Prozent im Euroraum im Jahr 2013 nun bei etwas über acht Prozent (EU) bzw. knapp unter zehn Prozent (Euroraum).

Geldpolitik bleibt angesichts niedriger Inflation expansiv ausgerichtet

Die Inflationsrate im Euroraum befindet sich seit April 2016 mit einem Ausgangswert von minus 0,2 Prozent zwar auf einem stetigen Aufwärtstrend, lag im Dezember 2016 mit 1,1 Prozent aber noch weit vom Zielwert von nahe, aber unter zwei Prozent entfernt. Für 2017 erwartet die EZB (2016b) einen Anstieg der Inflationsrate auf 1,3 Prozent. Die Produktionslücke im Euroraum lag 2016 bei rund einem Prozent und dürfte sich 2017 auf 0,7 Prozent reduzieren. Die EZB hat daher auf Basis dieser Erwartungen am 8. Dezember 2016 eine Verlängerung des Anleihekaufprogramms bis Dezember 2017 beschlossen. Das Volumen der monatlichen Ankäufe wird ab April 2017 von 80 auf 60 Milliarden Euro reduziert.

Wachstumsorientierte Finanz- und Strukturpolitik durch Wahlen gebremst

Die Geldpolitik braucht jedenfalls mehr Unterstützung durch die Finanzpolitik und Strukturreformen in den Mitgliedstaaten. Einige Länder, darunter auch Deutschland, besitzen fiskalpolitischen Spielraum zur Steigerung der Investitionen. Andere Länder haben beträchtliche Potentiale für wachstumsfreundliche Umschichtungen ihrer Budgets und produktivitätssteigernde Reformen von Produkt-, Dienstleistungs- und Arbeitsmärkten. Der Investitionsrückstau und mangelnde Reformbereitschaft haben dazu geführt, dass die Arbeitsproduktivität nur mehr

zwischen einem halben und einem Prozent pro Jahr wächst (Eichert und Frisse 2016). Aktuell wird die Bereitschaft für wachstumsfreundliche Fiskal- und Strukturpolitik durch Wahlen in großen EU-Mitgliedstaaten jedoch erheblich gebremst. Die Hauptlast der Wirtschaftspolitik verbleibt somit auf der EZB (Eichert 2016).

Japans Wachstum überrascht positiv

Wachstum und Potenzial nach Statistikumstellung etwas stärker

Die japanische Wirtschaft schien in den letzten Jahren nicht recht vom Fleck zu kommen. Ganz so schlecht lief es jedoch nicht. Im Dezember 2016 hat Japan nun endlich seine Statistiken an die internationalen Standards (SNA 2008) angepasst, in denen Ausgaben für Forschung und Entwicklung als Investitionen verbucht werden. Dies hat zu einer Revision der Daten geführt, ähnlich wie in Deutschland und den USA in den letzten Jahren. So fällt vor allem die nominale Wirtschaftsleistung um rund 30 Billionen Yen bzw. um 5,8 Prozent höher aus als nach dem alten statistischen Standard von 1993. Darüber hinaus ist durch die höhere Ausweisung der Investitionstätigkeit auch das Wachstumspotenzial etwas höher zu veranschlagen. Zudem zeigt sich, dass die nominale wie die reale Wirtschaftsleistung seit Sommer 2012 einen recht kontinuierlichen Anstieg aufwies. Zudem hat die japanische Wirtschaft die Mehrwertsteuererhöhung von 2014 gut weggesteckt. Der private Verbrauch hat sich besser als bisher dargestellt entwickelt, und die Investitionstätigkeit seit 2010 hat recht kräftig angezogen. Die Investitionsausgaben liegen nun wieder über dem hohen Vorkrisenniveau von 2008 und bei über 80 Billionen Yen pro Jahr. Bei den Komponenten der Investitionstätigkeit ist zudem zu beobachten, dass die Ausrüstungsinvestitionen bereits zum Jahresbeginn 2012 anzogen, die Forschungsinvestitionen nur kurzfristig 2010/11 von ihrem Wachstumstrend abkamen und der Wohnungsbau nach einer langen Abwärtskorrektur von über einem Jahrzehnt 2011 die Kehrtwende zum Wachstum schaffte.

Rund ein Prozent Wachstum in 2016

Die japanische Wirtschaft ist in den Jahren von 2012, als Premier Abe die Regierung übernahm, bis 2015 mit Raten von 1,5, 2,0, 0,3 und 1,2 Prozent jeweils real gegenüber dem Vorjahr gewachsen und damit deutlich über der Potenzialrate von etwa einem halben Prozent. Für das Jahr 2016 ist nach den ersten drei Quartalen (0,7, 0,5 und 0,3 Prozent gegenüber Vorquartal) erneut mit etwas über einem Prozent für das Wachstum des realen BIP zu rechnen. Die japanische Wirtschaft erwies sich als erstaunlich robust, da die Nettoexporte aufgrund der Abschwächung der chinesischen Volkswirtschaft, der geringen regionalen Handelsdynamik und aufgrund einer Aufwertung des Yen bis November um gut zehn Prozent belastet wurden; erst in den letzten Wochen wertete der Yen wieder um gut zehn Prozent ab. Der private Verbrauch war stabiler Treiber, unterstützt vom Wohnungsbau und phasenweise von den Investitionen. Die Lohn- und Preisdynamik lag noch immer unter den Zielmarken von Regierung und Notenbank. Die Löhne stiegen in den letzten drei Jahren mit knapp einem Dreiviertelpunkt im Schnitt. Angesichts der knapper werdenden Arbeitskräfte ist jedoch in den nächsten beiden Jahren mit höheren Raten zu rechnen. Die Inflationsrate lag 2016 bei knapp unter null (nach 2,8 Prozent 2014 und 0,8 Prozent 2015), dürfte aber 2017/18 wieder in schwarze Zahlen kommen. Die Kernrate ohne Nahrungsmittel- und Energiepreise lag immerhin bei zwei, einem und 0,4 Prozent in den letzten drei Jahren. Die niedrige Arbeitslosenquote von drei Prozent und die hohe Erwerbsbeteiligungsquote der japanischen Bevölkerung (75 Prozent) zeugen zudem von einer guten Arbeitsmarktlage. Bislang gelang die makroökonomische Stabilisierung Japans insgesamt zufriedenstellend, erforderte jedoch eine massive Intervention der Notenbank, die über das quantitative und qualitative Programm seit 2012 kontinuierlich an den Wertpapiermärkten intervenierte und bislang die Notenbankaktiva auf 90 Prozent des BIP von 2008 ausweitete (zum Vergleich: FED und EZ haben etwa 30 Prozent des Werts erreicht, IWF 2016a: 9). Zudem verbesserte sich die finanzpolitische Situation nicht wie ursprünglich geplant, da Japan den zweiten Schritt der Mehrwertsteuererhöhung für 2017 aussetzte und stattdessen ein Konjunkturpaket im Volumen von 1,5 Prozent des BIP in 2016 auf den Weg brachte. Daher blieben die Primärdefizite des Staates mit rund fünf Prozent zu hoch. 2020 will die Regierung eigentlich einen Überschuss erzielen.

Japans Wachstum sollte sich bei gut einem Prozent stabilisieren

Die Aussichten für die nächsten beiden Jahre dürften moderat positiv ausfallen. Wir halten ein Wachstum von leicht über einem Prozent in den nächsten beiden Jahren für wahrscheinlich. Die OECD (2016) rechnet mit einem Wachstum von einem Prozent im laufenden Jahr und 0,8 Prozent in 2018, der IWF liegt im Januar 2017 mit 0,8 Prozent für 2017 und 0,5 Prozent für 2018 etwas darunter. Beide Organisationen haben jedoch die Statistikkumstellung noch nicht berücksichtigt. Die Finanzpolitik wird den Konsolidierungskurs ganz leicht abschwächen, während die Notenbank ihren Kurs halten dürfte. Japan dürfte zudem erheblich vom starken Dollar profitieren, was die jüngste Aufwertung des Yen wieder korrigieren wird. Dies wird wiederum die Unternehmensgewinne, v.a. der großen Firmen, erhöhen, die Löhne stimulieren und die Inflation etwas anheben. Auch die Ausrüstungsinvestitionen dürften etwas anziehen. Die raschere Umsetzung von Strukturreformen wäre zudem der beste Weg, das Wachstumspotenzial zu stabilisieren. Dazu zählen vor allem Maßnahmen zur besseren Integration von Frauen und Ausländern in den Arbeitsmarkt, die Deregulierung von Produktmärkten und eine Steuerreform, die höhere Aufkommen mit einer Entlastung des Faktors Arbeit kombiniert.

Stimulus nach US-Wahlen ändert den weltweiten Ausblick

Die „neue Normalität“ geringer Angebots- und Nachfragedynamik könnte sich jedoch in diesem und dem nächsten Jahr ändern. Dies liegt neben der Stabilisierung in Brasilien und Russland vor allem an den möglichen Folgen der US-amerikanischen Wirtschaftspolitik, deren genaue Konturen erst im Jahresverlauf 2017 bekannt werden. Die Unternehmen und Märkte antizipieren jedoch bereits eine Vielzahl von Änderungen. Zentral sind die Erwartungen zu geplanten steuerpolitischen Maßnahmen von Präsident Trump. Für die US- und Weltkonjunktur können durch protektionistische Maßnahmen und Handelskonflikte jedoch auch erhebliche Risiken entstehen.

Geschichte wiederholt sich nicht, oder doch? Parallelen zur Reaganomics

Nur selten hat sich der Ausblick auf die Weltwirtschaft in den letzten Jahrzehnten nach US-amerikanischen Wahlen so stark geändert wie 2016. Vergleichbar ist dies nur mit dem Kurswechsel unter der Reagan-Administration 1981. Die „Reaganomics“ führte durch eine stark expansive Finanzpolitik, vor allem Steuersenkungen und Staatsausgaben für Rüstung, und einer Deregulierung von Finanzmärkten und anderen Branchen zu einer Aufschwung in der Wirtschaft mit prekären Folgen für die öffentlichen Haushalte und die Außenwirtschaftsbeziehungen. Die FED verfolgte anfänglich noch mit enorm hohen Leitzinsen die Disinflationierung der US-Wirtschaft und der Weltwirtschaft. Der Außenwert des Dollars trieb angesichts der Verdreifachung der Haushaltsdefizite und der hohen Zinsen auf Rekordhöhen. Der Dollar wertete real und handelsgewichtet von 1980 bis 1984 um vierzig Prozent auf. Präsident Reagan unterstützte die radikale Inflationsbekämpfung der FED unter Paul Volcker, begrüßte das zuströmende Kapital von Direkt- und Portfolioinvestitionen und stellte die Haushaltskonsolidierung hinten. Massive „Zwillingsdefizite“ im Haushalt und in der Leistungsbilanz waren ab 1983 die Folge und lösten eine Diskussion über einen möglichen Crash aus. Eine konzertierte Aktion der Notenbanken und Regierungen zur Senkung des Dollars (Plaza- und Louvre-Abkommen der Gruppe der Fünf bzw. Sieben von 1985 und 1987) unter politischer Führung von Reagans zweitem Finanzminister Baker manövrierte schließlich eine „sanfte Landung“ herbei. Transatlantische Konflikte über diesen Politikmix waren anfänglich massiv, und die internationalen Dissonanzen blieben trotz der Kooperation jahrelang stark (zu dieser Lektion siehe Marris 1985, Henning 1990, Niskanen 1988, Bergsten 1991, zur Diplomatie in der G7 damals Putnam und Bayne 1987² und zum Plaza-Abkommen Funabashi 1991). Der größte Unterschied zur heutigen Lage ist das makroökonomische Umfeld, das nicht durch eine ölpreisinduzierte Rezession, Leitzinsen zwischen neun und 19 Prozent, Realzinsen zwischen sieben bis neun Prozent und massiven Kapitalflüssen in die USA angesichts hoher transatlantischer Zinsunterschiede geprägt ist. Eine ähnliche Stoßrichtung der heutigen republikanischen politischen Führung ist gleichwohl festzustellen.

Die US-amerikanische Wirtschaft vor neuem Politikmix

Bereits in den ersten Tagen nach den US-Wahlen antizipierten die Finanzmärkte und die Wirtschaftsteilnehmer insgesamt einen Kurswechsel in der Finanz- und Strukturpolitik unter einem Präsidenten Donald Trump und der geschlossenen republikanischen Kongressführung. Da derzeit nur eine Mischung von Wahlkampfaussagen, Wirtschaftsprogrammen von Trump-Beratern (Navarro, Ross 2016) und bekannten Plänen des Kongresses für einzelne Politikfelder vorliegen, ist naturgemäß vieles noch spekulativ. Gleichwohl spricht einiges dafür, dass die neue Administration sich mit dem Kongress im Laufe des Jahres 2017 auf einige Gesetzespakete wird einigen können. Das makroökonomische Herzstück ist die Steuerpolitik, mit der die Investitionstätigkeit und der private Verbrauch über massive Entlastungen der privaten Haushalte und der Unternehmen angeregt werden soll. Dazu sind deutliche Steuerentlastungen vorgesehen, die in dem Umfang sicherlich nicht den Kongress passieren dürften (Tax Foundation 2016). Zwar hat auch der designierte Finanzminister Mnuchin betont, er wolle das Wachstum auf über drei bis vier Prozent anheben, was nur mit einer sehr hohen Dosis zu erreichen wäre. Zudem passen die Steuerpläne des Präsidenten zu ähnlichen Plänen, die der Sprecher des Repräsentantenhauses Paul Ryan schon vor Jahren ausarbeiten ließ. Gleichwohl ist damit zu rechnen, dass die Gruppe fiskalisch konservativer Senatoren der Ausweitung des Haushaltsdefizits des Bundes gewisse Grenzen setzen wird. Dabei ist zu beachten, dass der von der US-Administration in Aussicht gestellte US-Stimulus keines der in jüngster Zeit gängigen „TTTT“-Kriterien („timely, targeted, temporary and transformative“) für einen finanzpolitischen Stimulus erfüllen dürfte, sondern zumindest derzeit ausschließlich Steuerrechtsänderungen vorgeschlagen wurden, die zu einer dauerhaften Senkung des Steueraufkommens um drei bis vier Prozentpunkte des BIP führen würden. Im mittleren Szenario der OECD (siehe nächster Punkt) ist unterstellt, dass der Kongress nur Maßnahmen beschließen dürfte, durch die das Defizit des Bundeshaushalts um nicht mehr als zwei Prozentpunkte des BIP pro Jahr (in nominalen Größen: etwa 400 Milliarden US-Dollar) steigt.

Mittleres politisches Szenario führt bereits zu bedeutenden Effekten auf die Konjunktur

Die OECD hat versucht, die im Wahlkampf vom Kandidaten Trump skizzierte Wirtschaftspolitik quantitativ zu fassen und mit einem mittleren Szenario zu arbeiten (OECD 2016). Die OECD betrachtet eine Erhöhung des Staatsverbrauchs und der öffentlichen Investitionen im Volumen von jeweils einem Viertelprozentpunkt des BIP in den Jahren 2017/18, eine Senkung der Einkommensteuer im Volumen von einem halben Prozentpunkt und eine Senkung der Körperschaftsteuer im Volumen von einem Dreiviertelprozentpunkt des BIP im Jahr 2018. Dies würde den gesamten Stimulus auf 1,5 bis 2 Prozent des BIP pro Jahr begrenzen. Eine volle Umsetzung der Steuerpläne des Präsidenten würde im Bereich der Einkommensteuer einen deutlich höheren Effekt auslösen (eher 1,5 Prozent des BIP allein für dieses Vorhaben). Ebenso würden eine Absenkung des Körperschaftsteuersatzes auf 15 Prozent ohne Verbreiterung der Bemessungsgrundlage, günstigere Abschreibungsbedingungen allgemein (sogenanntes „expensing“, also die Sofortabschreibung im Anschaffungsjahr) sowie Sonderanreize für Bauinvestitionen ebenfalls ein Volumen von 1 bis 1 ½ Prozentpunkte des BIP umfassen. Höhere Ausgaben für Verteidigung und Infrastruktur waren im Programm nicht beziffert worden, müssten aber noch addiert werden.

Die gesamtwirtschaftlichen Wirkungen des mittleren Szenarios der OECD belaufen sich auf eine Erhöhung des Wachstums um 0,4 bzw. 0,8 Prozentpunkte 2017/18 und auf eine Erhöhung der Inflationsraten um 0,1 bzw. 0,4 Punkte. Leitzinsanhebungen der FED lägen voraussichtlich um einen Viertelpunkt im Jahr 2017 und um einen Dreiviertelpunkt 2018 über dem bislang erwarteten Straffungstempo. Eine deutliche Steigerung der Investitionen um gut fünf Prozent, eine weitere Reduzierung der Arbeitslosigkeit um einen halben Prozentpunkt sowie ein Anstieg der Importe um gut drei Prozent bis 2018 wären zu erwarten. Das Haushaltsdefizit würde unter Einrechnung der Wachstums- und Aufkommenseffekte um einen halben Punkt in 2017 steigen bzw. um 1,5 Punkte höher im Jahr 2018 liegen (ohne Einrechnung: plus ¾ Prozentpunkt 2017, plus 1 ¾ Prozentpunkte in 2018). Die Kapitalmarktrenditen dürften um 40 Basispunkte ansteigen, und der Außenwert des Dollars dürfte bei dieser Divergenz von Europa und China wohl deutlich zulegen. Je nach Ausmaß der Deregulierung bzw. der handelspolitischen Ausrichtungen wären weitere Effekte über Kapitalzuflüsse (positiver Natur) oder über Störungen im

Welthandel durch protektionistische Maßnahmen (negativer Natur) einzubeziehen. Über beide Politikfelder ist jedoch noch zu wenig bekannt. Das weltwirtschaftliche Wachstum würde um 0,1 und 0,3 Punkte zulegen.

Märkte können antizipieren und überreagieren

In diesem mittleren Szenario könnten jedoch erwartungsgetrieben auch stärkere Effekte bei den Kapitalströmen, beim Außenwert des Dollars und im Außenhandel auftreten, zumal bereits jüngst die Kapitalmarktrenditen in Erwartung noch größerer Kursänderungen deutlich angezogen sind. Die FED müsste entsprechend stärker reagieren und dann die geldpolitische Straffung beschleunigen. Sollte Präsident Trump wesentliche Teile seines Programms durch den Kongress bekommen, dann sollte auch die US-Konjunktur auf gut 2,5 Prozent Wachstum anziehen können. Dies würde die FED sicherlich dazu veranlassen, die Leitzinsen auf ein Niveau von über einem Prozent anzuheben. Das Ausmaß der Anpassung wird sicherlich datengetrieben sein. Ein Anstieg der Kapitalmarktrenditen der zehnjährigen Anleihen auf über drei Prozent (von derzeit ca. 2,5 Prozent) wäre in diesem Fall ebenfalls zu erwarten. Zu einem solchen Szenario würde ebenfalls eine Aufwertung des Dollars gegenüber Euro und Yen um gut zehn Prozent gehören.

Dies gilt umso mehr, als der Arbeitsmarkt schon nahe der Vollbeschäftigung liegt, die Löhne rasch anziehen dürften und die Inflationierung schneller als bislang erwartet erfolgen würde. Hinzu kommt, dass die von Trump geplante Regelung, nach der Unternehmen, die hohe Vermögenswerte im Ausland halten, eine zeitlich befristete Möglichkeit zur Zurückverlagerung mit einem günstigen Steuersatz von zehn Prozent erhalten sollen, ggf. für Sondereffekte der Dollaraufwertung über einige Monate führen kann. Schätzungen zufolge könnten zwei bis drei Billionen US-Dollar an Auslandsvermögen insgesamt betroffen sein, von dem ein nicht bekannter Anteil rückverlagert werden dürfte. Insgesamt ist zudem noch nicht klar, inwiefern die Absenkung des Körperschaftsteuersatzes auf 15 Prozent tatsächlich durchsetzbar ist oder eher ein Wert von 20 bis 25 Prozent im politischen Kompromiss herauskommen wird. Halbte man den Steuersatz ohne spürbaren Korrekturen an der Bemessungsgrundlage, die man einst in der Steuerreform Reagans zur Gegenfinanzierung nutzte, dann reduzierte sich das Einkommen von zuletzt rund 380 Milliarden US-Dollar um gut die Hälfte und damit um einen ganzen Prozentpunkt des BIP. Offen ist zudem, wie weit der Kongress bei der Reduzierung von sieben auf drei Steuersatzklassen bei der Einkommensteuer (auf 12, 25 und 33 Prozent), bei der Senkung der Wertzuwachs- und Dividendenbesteuerung und bei der Aufhebung der Bundeserbschaftsteuer mitziehen würde, was insgesamt ca. 1,1 bis 2,5 Billionen US-Dollar an Entlastung über zehn Jahre bringen würde. Offen ist zudem, inwiefern die beabsichtigten Steuervergünstigungen bzw. Mehrausgaben des Staates für Infrastrukturinvestitionen zustande kommen.

Kehrwenden in der Regulierung von wichtigen Branchen?

Insgesamt betrachtet sind die finanzpolitischen Stimuli noch leichter abzuschätzen als die regulatorischen Änderungen, die Kandidat Trump für die Energie- und Finanzbranche in Aussicht gestellt hatte und die in mühevoller gesetzgeberischer Arbeit erst noch konkretisiert werden müssten. Es ist jedoch gut vorstellbar, dass die internationalen Investoren (sowohl reale Investoren wie Portfolioanleger) eher optimistisch auf die Lage schauen und Entscheidungen über Portfolioinvestitionen oder Direktinvestitionen treffen. All dies könnte in der Summe dazu führen, dass der Dollar für einige Jahre über die Kapitalbilanz getrieben leicht über die Fundamentalwerte schießt und die Kehrtwende in der Wirtschaftspolitik unter Trump zum beherrschenden „game in town“ der Weltwirtschaft werden wird. Die EZB hat jüngst entsprechende Szenariobetrachtungen angestellt. Allein schon eine zusätzliche zehnpromtente Abwertung des Euro zum Dollar sowie die Stärkung der Auslandsnachfrage für Güter aus dem Euroraum würde sowohl beim realen Wachstum wie der Inflationsentwicklung spürbare Zehntelpunkte an Impulsen auslösen (EZB 2016a).

Wirkungen des Policy-Mixes werden strittig bleiben

Ob der neue Policy-Mix in den Vereinigten Staaten die lang anhaltende Schwächen in der Produktivitätsentwicklung und in der Einkommensverteilung verändern würde, ist noch schwer absehbar. Die Stimulierung der Investitionstätigkeit sollte sich normalerweise günstig auf die Produktivitätsentwicklung auswirken; ob dies nach der

Ausgestaltung der US-Politik auch zu erwarten sein wird, bleibt derzeit offen. Die geplanten Steuersatzänderungen würden in Reinfassung die Einkommensverteilung regressiv verschlechtern. Die vom Kandidaten Trump favorisierten Steuersatzsenkungen würden wiederum in der Summe vermutlich keinen optimalen Fiskalimpuls auslösen, sondern die fiskalische Position mittelfristig schwächen. Offen ist auch, wie stark die Kapitalmarktreaktionen auf steigende Defizite sein werden und ob die Bremsspuren dieser Effekte die Stimuli nicht etwa kompensieren dürften. Fraglich ist insbesondere, ob durch günstigere steuerliche Rahmenbedingungen für PPP die Infrastrukturinvestitionen nennenswert erhöht werden können. Die geplanten Steuerkredite in Höhe von über 80 Prozent sind jedenfalls sehr untypisch. Zudem liegen die größten Defizite in Bildungseinrichtungen und Verkehrswegen, in denen viele erforderliche Projekte generell nicht kommerziell attraktiv gestaltet werden können. Viele der einzelnen Vorhaben werden über Jahre hinweg strittig bleiben, vieles spricht dafür, dass zumindest die Einkommensverteilung sich weiter verschlechtern dürfte, während die Wachstumseffekte in einer direkten Umsetzung der Wahlkampfaussagen eher gering bleiben würden (siehe etwa Summers 2016a, b).

Regionale Konjunktorentwicklung konvergiert wieder stärker

Lateinamerika kehrt zum Wachstum zurück

Während 2016 durch eine starke Divergenz der Entwicklung zwischen den verschiedenen Weltregionen geprägt war, wird 2017 durch eine Konvergenz der Trends geprägt werden. Die liegt hauptsächlich daran, dass Brasilien und Russland ihre Rezessionen hinter sich lassen werden. Die **südamerikanischen Volkswirtschaften** werden daher den größten Umschwung erleben und insgesamt von einer Schrumpfung um gut einen halben Prozentpunkt (minus 0,6 Prozent) im Jahr 2016 auf ein Wachstum von gut einem Prozent zurückkehren. **Brasiliens** Wirtschaft hat unter Präsident Temer einen Stabilisierungskurs eingeschlagen. Die negativen Schocks der letzten Jahre sowie die hohe politische Unsicherheit 2015/16 verlieren an Prägekräft. Gleichwohl liegt die Inflationsrate noch deutlich über der Zielsetzung der Notenbank, und ein klares politisches Gerüst für Strukturreformen in den Feldern Steuersystem, Infrastruktur und Handelsliberalisierung und für die mittelfristige Haushaltsentwicklung stehen noch aus. Auch **Argentinien**s Wirtschaft dürfte aus der Rezession herausfinden und 2017 mit über 2,5 Prozent wachsen. Venezuela und Ecuador werden ein weiteres Rezessionsjahr verkraften müssen. Für Kolumbien und Chile wirkten sich die Rohstoffpreise und die makroökonomische Politik eher dämpfend im Jahr 2016 aus. Im laufenden Jahr sollten die Wachstumskräfte wieder stärker an Boden gewinnen. Für die Staaten **Zentralamerikas** und der **Karibik** ändert sich der Ausblick gegenüber dem Vorjahr kaum (plus 4,1 Prozent und plus 3,6 Prozent). In **Nordamerika** liegt Mexiko mit gut zwei Prozent Wachstum auf einem moderaten Pfad, der jedoch durch die Unklarheit über die Handels- und Investitionsbeziehungen mit den Vereinigten Staaten gedämpft werden dürfte. Kanadas Wachstum dürfte 2016 mit 1,2 Prozent schwach ausgefallen sein und erst dieses Jahr wieder auf knapp unter zwei Prozent anziehen.

Russland und seine Nachbarn verlassen Rezessionsterritorium

Russland, die kaukasischen und die zentralasiatischen Länder stellen die zweite schwache Region dar, die immerhin etwas vom Anziehen der Ölpreise profitieren konnte. In Russland, Weißrussland und Aserbaidschan ist der gesamtwirtschaftliche Ausstoß 2016 gesunken, 2017 dürfte sich die Lage allmählich bessern und 2018 ist wieder mit Wachstum zu rechnen. Russlands Rezession dürfte mit nur knapp einem Prozent Rückgang etwas besser als erwartet ausfallen, und im nächsten Jahr ist leichtes Wachstum möglich. Die gesamte Region dürfte mit rund einem Prozent Wachstum im laufenden Jahr aus den roten Zahlen herauswachsen. Die anderen Energieexporteure der Region (Kasachstan, Usbekistan und Turkmenistan) werden mit abnehmender Dynamik leben müssen. Die Wirtschaft der Ukraine dürfte dagegen wieder wachsen.

Nahost, Nordafrika und Afrika insgesamt bleiben auf moderatem Pfad

Die Ölexportländer des **Nahen Ostens und Nordafrikas** werden nach einem Wachstum von 3,4 Prozent 2016 im laufenden Jahr mit dem gleichen Tempo rechnen können. Die meisten Länder konsolidieren die Haushalte

weiterhin, was die kurzfristige Erholung behindert. Irak und Iran hatten einen guten wirtschaftlichen Lauf im letzten Jahr, während Saudi-Arabiens Wirtschaft nur leicht zulegen und 2017 weiter an Tempo verlieren wird.

Auch im **Afrika südlich der Sahara** waren die Wachstumsperspektiven 2016 schwach. Rohstoffpreise oder Finanzierungsbedingungen wirkten bremsend, so dass nur 2,9 Prozent Wachstum möglich waren. Die Lage bleibt auch in diesem Jahr so schwach. **Nigeria** hat 2016 sogar eine leichte Rezession (minus 1,7 Prozent) durchlitten, da es Produktionsstörungen im Ölsektor gab und die Kapitalmärkte skeptisch blieben. **Südafrika** und Angola stagnieren seit geraumer Zeit. Die kleineren Ökonomien der Region brummen dagegen mit fünf Prozent Wachstum.

In Asiens Schwellenländern wird das Wachstum auf über sechs Prozent zulegen

Die **asiatisch-pazifischen Entwicklungsländer** können mit einer kontinuierlichen wirtschaftlichen Dynamik von gut 6,3 Prozent Wachstum im laufenden Jahr rechnen, die **ASEAN-5-Länder** mit 5,1 Prozent im Schnitt. Die wirtschaftliche Entwicklung dürfte 2017 im Vergleich zum Vorjahr noch etwas anziehen. Während Vietnam und Malaysia 2016 etwas nachließen, zogen Indonesien, die Philippinen und Thailand an. Für alle hellt sich das Bild jedoch leicht auf. **Indiens** Wirtschaft dürfte 2016/17 sehr dynamisch mit rund 7 ½ Prozent wachsen, getrieben vom privaten Verbrauch und anziehenden Investitionen. Die Inflation ist mit rund fünf Prozent unter Kontrolle, und die Außensalden zeigen keine größeren Probleme an. Zudem hat sich die Steuerreform positiv ausgewirkt. Weitere Strukturreformen in der Energiewirtschaft, auf dem Arbeitsmarkt und im Bankensystem wären förderlich. Indiens Wirtschaft erhebliche terms-of-trade-Verbesserungen durch den starken Rückgang der Rohstoffpreise in den letzten Jahren erfahren. Probleme entstanden jedoch Ende 2016 auf Grund der missglückten Entwertung der Banknoten 500 und 1.000 Rupien. Die zur Bekämpfung des Schwarzmarkts und der Geldwäsche intendierte Maßnahme führte zu Liquiditätsengpässen und Störungen des Zahlungsverkehrs.

Regionaler Konjunkturausblick 2017

Südamerika	1,1
Zentralamerika	4,1
Karibik	3,6
Asien-Pazifik, Fortgeschrittenen Volkswirtschaften ¹	1,6
Asien-Pazifik, Entwicklungsländer ²	6,3
GUS-Staaten ³	1,3
Naher Osten, Nordafrika, Afghanistan, Pakistan	3,4
Israel	3,0
Sub-Sahara Afrika	2,9

¹ Japan, Südkorea, Taiwan, Singapur, Hongkong, Australien, Neuseeland, Macau

² inklusive China und Indien

³ Russland, Ukraine, Georgien, Turkmenistan, kaukasische und zentralasiatische Staaten

Das entwickelte Asien kommt nur langsam voran, während Australien stark wächst

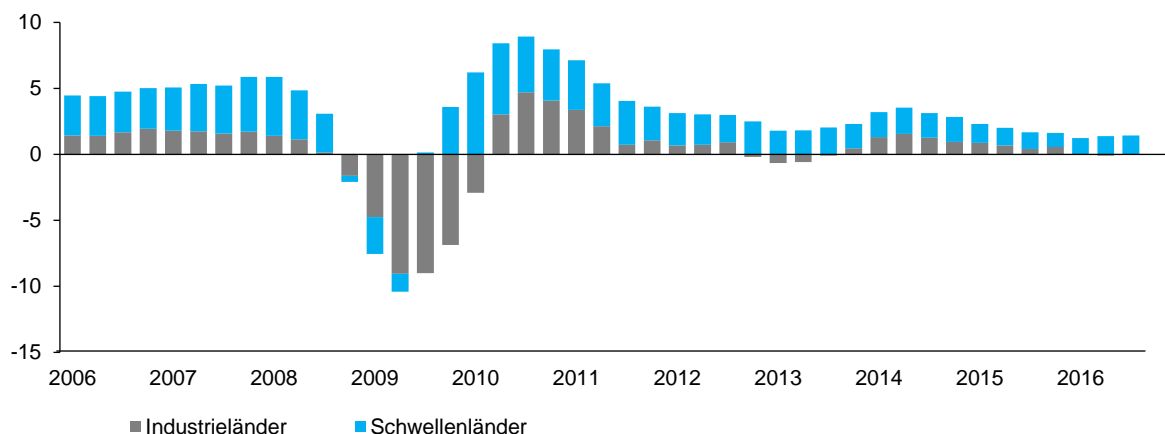
Dies gilt auch für die **entwickelten Volkswirtschaften in der Asien-Pazifik-Region**. Singapur und Hongkong kamen zwar 2016 mit 1,7 und 1,4 Prozent nur wenig voran, während **Korea** und **Taiwan** mit 2,7 und ein Prozent etwas Tempo aufnahmen. 2017 dürfte die Produktion mit der Erholung des Welthandels anziehen. **Australiens** Wirtschaft verzeichnete mit rund 2,8 Prozent Wachstum im letzten Jahr eine erhebliche Dynamik, die auch 2017 anhalten dürfte.

Industrieproduktion weltweit: Talsohle durchschritten?

Die weltweite Industrieproduktion dürfte im Jahr 2016 nicht so stark ansteigen wie im Vorjahr. Nach den vom Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB) veröffentlichten Daten lag die Industrieproduktion in den ersten neun Monaten des Jahres 2016 um etwas mehr als ein Prozent über dem Niveau des Vorjahres. Seit Jahresbeginn 2013 hat sich der weltweite Produktionsanstieg kontinuierlich verlangsamt. Zum Jahreswechsel 2015/2016 stieg der Produktionsindex gerade einmal um ein Prozent. Im weiteren Jahresverlauf 2016 kam es dann zu einer Ausweitung des Expansionstempos, das sich bis in den Frühsommer fortsetzte. Sollte bis zum Jahresende das Produktionsniveau des Spätsommers bis zum Jahresende gehalten werden, dürfte die Industrieproduktion weltweit um insgesamt 1,5 Prozent zunehmen.

In den **entwickelten Volkswirtschaften**, in denen mittlerweile nur noch knapp 53 Prozent der industriellen Wertschöpfung stattfindet, haben sich die Regionen sehr unterschiedlich entwickelt. In Japan und den Vereinigten Staaten ging die Industrieproduktion seit nunmehr acht bzw. vier Quartalen im Vergleich zum Vorjahr zurück. Gleichzeitig setzte sich die seit Jahresende 2013 anhaltende Produktionsausweitung im Euroraum und in den restlichen entwickelten Volkswirtschaften fort. In der Summe ergibt sich hieraus für die ersten neun Monate des laufenden Jahres einen leichten Produktionsrückgang. Am aktuellen Rand ist allerdings eine Aufwärtsbewegung zu beobachten. In den letzten beiden Monaten stieg die Industrieproduktion (2-Monats-Durchschnitt), bereinigt um Saisoneffekte, in nahezu allen beobachteten Ländern im Vergleich zum Vorzeitraum an. Beim Einkaufsmanagerindex war im Oktober ein Zweijahreshoch zu verzeichnen, was ebenfalls für eine Expansion zum Jahresende spricht. Sollte in den letzten drei Monaten des laufenden Jahres das Produktionsniveau gehalten werden, könnte die Industrieproduktion in den entwickelten Volkswirtschaften im Jahr 2016 sogar noch leicht um 0,1 Prozent steigen.

Weltindustrieproduktion: Wachstumsbeiträge* von Industrie- und Schwellenländern



*Veränderung im Vergleich zum Vorjahr, in Prozent

Quellen: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis; eigene Berechnungen

Die **Schwellenländer** haben ihre Industrieproduktion zwar erhöht. Die Steigerungsraten gehen aber von Jahr zu Jahr zurück. Selbst das vergleichsweise geringe Produktionsplus von 2,7 Prozent aus dem Jahr 2015 dürfte im laufenden Jahr nicht übertroffen werden. Trotz sinkender Wachstumsraten sind es weiterhin die Schwellenländer, die ihre Produktion weiter ausweiten können. Allen voran in Asien, wo - inklusive China - über die Hälfte der Industrieproduktion der Schwellenländer stattfindet. Sollte das Wachstumstempo im letzten Quartal gehalten werden, ist in Asien eine Produktionsausweitung von über vier Prozent zu erwarten. Positiv entwickelt sich auch die Produktion in Afrika und dem Mittleren Osten, wo seit Mitte des Jahres 2014 eine Aufwärtsbewegung zu beobachten ist. In dieser Region findet knapp ein Fünftel der Industrieproduktion der Schwellenländer statt. Sorgen bereitet dagegen die Entwicklung in Lateinamerika. Diese Region befindet sich seit drei Jahren in einer Rezession, wobei sich der Rückgang im dritten Krisenjahr sogar noch beschleunigt hat. 2016 dürfte die Industrieproduktion um über vier Prozent sinken. In Zentral- und Osteuropa wird die Industrieproduktion – vor allem bedingt durch das Schwergewicht Russische Föderation – zwar nochmals leicht sinken. Hier scheint aber die Talsohle mittlerweile durchschritten zu sein. Insgesamt dürfte die Industrieproduktion der Schwellenländer 2016 um rund 2 ½ Prozent steigen.

Welthandel: schwaches Wachstum 2016, aber Erholungsaussicht

Der Welthandel ist nach Schätzungen des Internationalen Währungsfonds im Jahr 2016 um 2,3 Prozent gegenüber dem Vorjahr gewachsen. Vor allem im dritten Quartal fiel das Wachstum des Welthandels nach vorläufigen Angaben des Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB) mit einem Zuwachs in Höhe von 0,5 Prozent gegenüber dem Vorquartal vergleichsweise kräftig aus. Belebend wirkte im dritten Quartal vor allem die Nachfrage der Schwellenländer, deren Importe um 1,1 Prozent zulegten. Besonders die Länder Lateinamerikas steigerten ihre Einfuhren (1,5 Prozent). Die Importe in die Industrieländer haben derweil weniger deutlich zugelegt (0,5 Prozent). Auf der Seite der Exporteure haben hingegen die Industrieländer vom Wachstum im dritten Quartal profitiert (0,6 Prozent). Die Ausfuhren der Schwellenländer sind hingegen leicht zurückgegangen (minus 0,2 Prozent). Grund für den Rückgang waren die rückläufigen Exporte der asiatischen Länder (minus ein Prozent). Laut dem RWI/ISL-Containerumschlag-Index, der die Auslastung der weltweit wichtigsten Häfen erfasst, ist der Welthandel in den letzten Berichtsmonaten auf der Stelle getreten. Für das Jahr 2017 geht der IWF davon aus, dass der Welthandel insgesamt um 3,8 Prozent zulegt.

Ausländische Direktinvestitionen: Deutlicher Rückgang im letzten Jahr

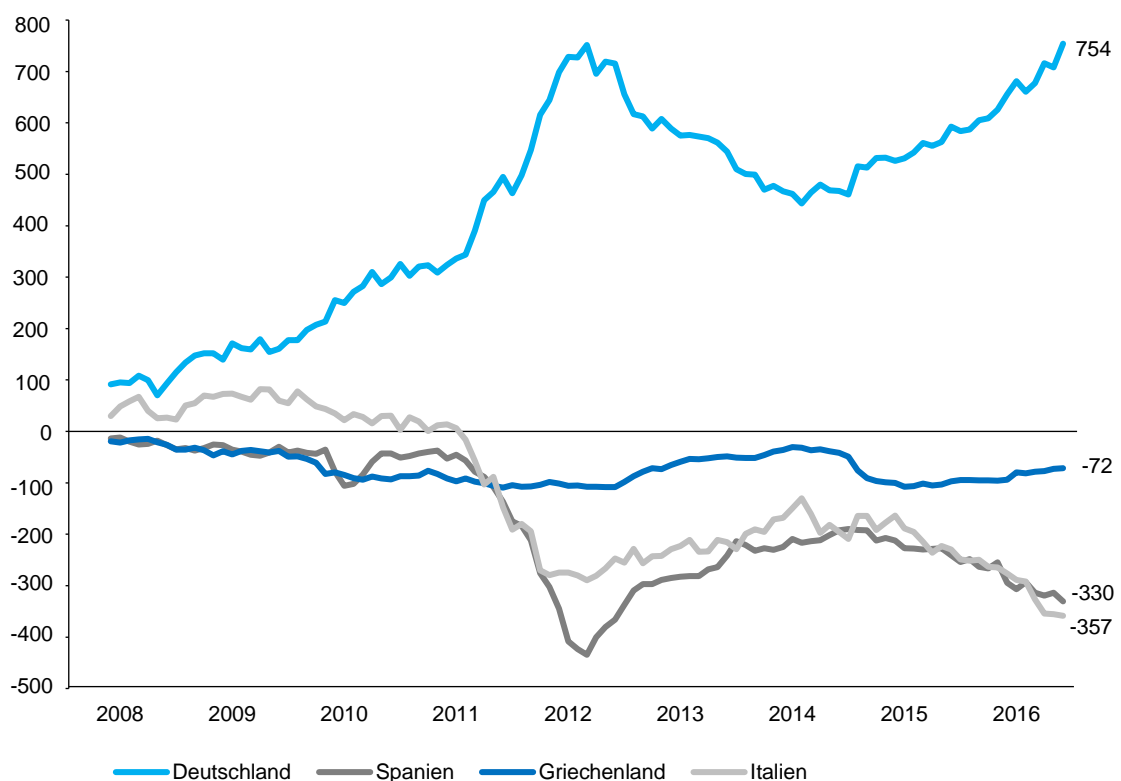
Ein wichtiger Parameter der weltweiten Wirtschaftsentwicklung sind die grenzüberschreitenden Direktinvestitionen. Auf der Grundlage vorläufiger Daten geht die Wirtschaftsorganisation der Vereinten Nationen UNCTAD davon aus, dass die globalen Investitionsströme im Jahr 2016 um zehn bis 15 Prozent gegenüber dem Vorjahr zurückgegangen sind. Gründe für diesen Einbruch waren die fragile Lage der Weltwirtschaft und die anhaltende Schwäche der globalen Nachfrage. Vom Rückgang der Zuflüsse ausländischer Direktinvestitionen waren die Entwicklungsländer etwas stärker betroffen (minus zwölf bis minus 16 Prozent) als die Industrieländer (minus zehn bis minus 14 Prozent). Im laufenden Jahr sollen die Direktinvestitionsströme wieder um sieben Prozent wachsen, für das Jahr 2018 geht man von acht Prozent aus. Laut einer Befragung der UNCTAD bei den 100 weltweit größten Unternehmen, die nicht der Finanzbranche zuzurechnen sind, beabsichtigen 48 Prozent der Befragten eine Ausweitung ihrer grenzüberschreitenden Investitionen bis zum Jahr 2018. Dieser Anteil ist bei Unternehmen aus Schwellenländern (55 Prozent) höher als in den Unternehmen der Industrieländer (45 Prozent). Unternehmen des Dienstleistungssektors zeigten sich investitionsfreudiger (56 Prozent) als Unternehmen im Industriesektor (44 Prozent). Die Investitionsentscheidungen der befragten Unternehmen werden laut der UNCTAD-Befragung am meisten begünstigt durch die Entwicklung der US-Konjunktur (71 Prozent), durch den Abschluss von Freihandelsabkommen wie TTIP (52 Prozent) und durch die konjunkturelle Entwicklung in Asien (52 Prozent). Die EU-Konjunktur spielt nur für 44 Prozent der Befragten eine Rolle bei internationalen Investitionsentscheidungen.

Kapitalströme: Eine Trendwende in den Schwellenländern?

Die Netto-Kapitalflüsse der Schwellenländer haben sich nach Berechnungen des IWF (2016a) nach einem starken Einbruch in der zweiten Jahreshälfte 2015 und einem schwachen Start in 2016 erholt. Grund hierfür ist die Erholung der Rohstoffpreise und eine Besserung der Stimmung an den Finanzmärkten gegenüber den Schwellenländern. Vor allem haben Investitionen in Fonds, die auf Schwellenmarktportfolios spezialisiert sind, zugenommen. Daten der wenigen Länder, die eine ausgeglichene Zahlungsbilanz vorweisen, bestätigen eine Zunahme der Kapitalzuflüsse. China verzeichnet zwar weiterhin Kapitalabflüsse, ebenso wie eine Abnahme der Fremdwährungsreserven, allerdings in einem deutlich geringeren Tempo als noch in der zweiten Jahreshälfte 2015 und Anfang 2016.

Laut IWF (2016b) bleiben die Schwellenländer jedoch anfällig gegenüber Stimmungsschwankungen der Investoren und Änderungen der Geldpolitik großer Notenbanken. Angesichts einer nur bescheidenen Verbesserung der Wachstumsaussichten der Schwellenländer erscheint die jüngste Erholung ihrer Kapitalflüsse eher durch äußere Entwicklungen und nicht durch bessere fundamentale Wirtschaftsdaten begründet zu sein. Folglich könnte ein wirtschaftlicher Schock oder ein Stimmungsumschwung der Märkte diese positive Entwicklung der Kapitalflüsse zunichtemachen.

TARGET 2-Salden in Milliarden Euro



Quelle: Macrobond



Mit Blick auf Großbritannien nach dem Brexit-Referendum sieht der IWF (2016b) die Gefahr, dass langwierige Verhandlungen der britischen Regierung zu dauerhaft niedrigeren ausländischen Investitionen in und Kapitalströmen nach Großbritannien führen könnten und damit das langfristige Wachstum belasten.

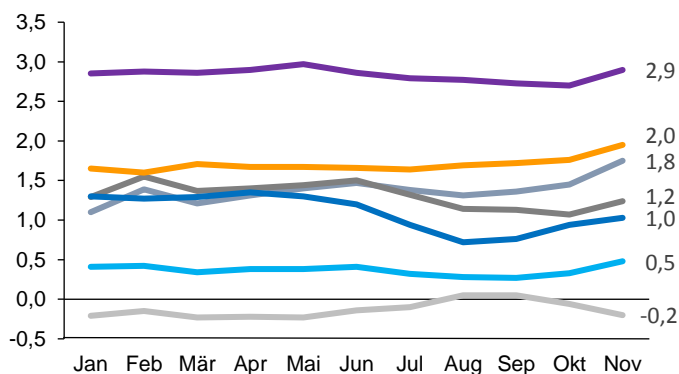
Beträchtliche Kapitalflüsse zeichnen sich auch im Euroraum ab. Im Sommer 2012, auf dem Höhepunkt der Eurokrise, erreichten die Ungleichgewichte im Zahlungsverkehrssystem Target 2 der europäischen Zentralbanken einen Spitzenwert. Danach gingen die Forderungen und Verbindlichkeiten zwischen den Zentralbanken wieder zurück, legten seit 2014 jedoch wieder zu. Im letzten halben Jahr sind sie noch einmal stark angestiegen. Mit Stand 30. November 2016 hält die deutsche Bundesbank Forderungen aus Target 2 in Höhe von rund 754 Mrd. Euro. Den Forderungen der einen Zentralbanken stehen Verbindlichkeiten anderer Zentralbanken gegenüber. Allein die Target 2-Verbindlichkeiten Spaniens und Italiens summieren sich jeweils auf deutlich mehr als 300 Mrd. Euro. Die erneute Zunahme der Ungleichgewichte im Target 2-System ist zu einem Teil auf die Geldpolitik der EZB und ihr Anleihekaufprogramm zurückzuführen. Wenn etwa die Banca d'Italia im Auftrag der EZB einem deutschen Händler eine Anleihe abkauft, steigen automatisch die italienischen Verbindlichkeiten im Target 2-System. Bis zum Auslaufen des Anleihekaufprogramms dürften die Salden weiter auseinanderdriften.

Internationale Finanzstabilität nach wie vor auf tönernen Füßen

Im Vergleich zum letzten Heft dieser Serie im Juni 2016 haben sich die kurzfristigen Risiken im globalen Finanzsystem verringert. In vielen entwickelten Volkswirtschaften, insbesondere im Euroraum, hat die expansive Geldpolitik zu einer Stabilisierung der Aktien- und Anleihenmärkte beigetragen. Die exportierenden Schwellenländer profitierten vom Anstieg vieler Rohstoffpreise. Verwerfungen im Zuge der Transformation der chinesischen Wirtschaft von einem investitions- zu einem stärker konsumgetriebenen Wachstum blieben bis her aus. Politische Ereignisse wie das britische und das italienische Referendum oder die Präsidentenwahl in den USA führten zu einem kurzfristigen Anstieg der Volatilität auf den Finanzmärkten, die danach jedoch wieder abflachte.

In einer mittelfristigen Perspektive kamen neue Risiken hinzu (IWF 2016b). Die globalen Wachstumsaussichten blieben im Jahresverlauf weitgehend schwach. Populistische Tendenzen erhöhen die Politikunsicherheit zusätzlich. Die zukünftige wirtschaftliche Ausrichtung im Vereinigten Königreich und der finanzpolitische Kurs in den USA sind zwei große Fragezeichen für das Jahr 2017. Eine Materialisierung dieser politischen Risiken könnte zu einem rasanten Anstieg der Risikoprämien bewirken, die aktuell auf einem relativ niedrigen Niveau verharren.

Spreads ausgewählter Staatsanleihen* im Jahr 2016 in Prozent



— Frankreich — Italien — Spanien — Großbritannien — USA — China — Japan

*Differenz der Rendite von Staatsanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit im Vergleich zu Deutschland

Quelle: Macrobond



Im internationalen Bankensystem sind weitere Quellen für Instabilität zu finden. Insbesondere die Banken im Euroraum leiden unter der Kombination von geringer Profitabilität und niedrigem nominellen Wachstum. Diese

strukturellen und zyklischen Faktoren erschweren den Abbau von notleidenden Krediten und den Aufbau von Eigenkapital. Der IWF (2016b) schätzt, dass 25 Prozent der Banken in den entwickelten Volkswirtschaften auch nach einem Aufschwung schwach und weiterhin anfällig blieben. Auch in den Schwellenländern stellen notleidende Kredite nach wie vor ein Problem dar. Rund elf Prozent der ausstehenden Unternehmenskredite (über 400 Milliarden Dollar) betreffen Firmen mit zweifelhafter Rückzahlungskapazität.

Die EZB (2016a) identifiziert Bedenken über die Nachhaltigkeit der öffentlichen sowie privaten Schulden als Risiko. Das anhaltend niedrige nominelle Wachstum und die damit verbundene langsamere Reduktion der Verschuldung im Verhältnis zum BIP dürften 2017 erneut Fragen über die Tragfähigkeit aufwerfen. Andererseits hat das Niedrigzinsniveau die fiskalische Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung in vielen Ländern erheblich verbessert und die fiskalischen Spielräume erhöht. Bereits im Vorfeld des italienischen Referendums vom 4. Dezember 2016 stieg der Spread italienischer Staatsanleihen im Vergleich zu deutschen Titeln mit zehnjähriger Restlaufzeit an. Diese Entwicklung betraf in geringerem Maß auch zahlreiche weitere Länder, mit Ausnahme von Japan. Die jüngsten Daten deuten an, dass die Debatte über die Tragfähigkeit öffentlicher Schulden längst nicht vom Tisch ist.

Deutsche Wirtschaft vor unsicherem Impuls

Die deutsche Wirtschaft dürfte aufgrund ihrer starken Außenhandelsorientierung von einer Belebung der weltwirtschaftlichen Nachfrage sowie von einem schwächeren Euro im Jahresverlauf 2017 profitieren. Insbesondere das transatlantische Konjunktur- und Zinsgefälle wird die Nettoexporte stützen, die andererseits von der Investitionszurückhaltung und dem getrübbten Handel mit dem Vereinigten Königreich beeinträchtigt worden wären. Zu diesem Bild passen auch leicht anziehende Ausrüstungsinvestitionen der Unternehmen. Insgesamt dürfte die deutsche Wirtschaft im laufenden Jahr real mit 1,5 Prozent (arbeitstagbereinigt) bzw. 1,8 Prozent und damit mit konstanter Aufwärtsbewegung zulegen.

Naturgemäß bleibt abzuwarten, wie und wann sich die Kurswechsel in der US-Steuergesetzgebung oder in einzelnen Ausgabenprogrammen ergeben werden und wie sich dies genau auf ausländische Unternehmen bzw. auf die Außenwirtschaftsbeziehungen auswirkt. Doch nicht nur die Vereinigten Staaten, sondern auch der Euroraum, Südamerika und die asiatisch-pazifische Region dürften sich besser entwickeln und kleine Impulse setzen.

Die Risiken des neuen Unilateralismus in der Außenwirtschaftspolitik sind hoch. Die betont aggressive Verfolgung nationaler handelspolitischer Zielsetzungen ist in der US-Außenwirtschaftspolitik kein Novum. Auch unter Präsident Reagan und unter Präsident Clinton gab es solche Phasen. Die Wahlkampfaußagen des Kandidaten Trump richteten sich nicht auf europäische Länder. Gleichwohl kann Europa von Zweitrundeneffekten von Handelskonflikten zwischen den USA und China oder zwischen den USA und seinen nordamerikanischen Partnern in NAFTA direkt und indirekt wirtschaftlich getroffen werden. Nicht zuletzt die erhebliche Präsenz in der Produktion in Mexiko ist hier zu nennen.

Quellenverzeichnis

Bergsten, C. Fred, Hrsg. (1991). International Adjustment and Financing. The Lessons of 1985-1991. Washington, D.C. Institute for International Economics.

Economist (2016). A harder call. 3. Dezember.

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

Eichert, Wolfgang; Frisse, Kenneth (2016). Produktivitätswachstum in Deutschland. BDI. Berlin/Brüssel.

El-Erian, Mohamed A. (2016). The Only Game in Town: Central Banks, Instability, and Avoiding the Next Collapse. New York. Random House.

Europäische Kommission (2016a). Autumn Forecast. Brüssel.

---(2016b). Spring Forecast. Brüssel.

Europäische Zentralbank (2016a). Financial Stability Review. November. Frankfurt/M.

---(2016b), Von Experten der EZB erstellte gesamtwirtschaftliche Projektionen für das Euro-Währungsgebiet vom Dezember 2016. Frankfurt/M.

Fisher, Stanley (2016). Longer-Term Challenges for the U.S. Economy. 21. November. New York.

Funabashi, Yoichi (1988). Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre. Washington, D.C. Institute for International Economics.

Henning, C. Randall (1994). Currencies and Politics in the United States, Germany, and Japan. Washington, D.C.. Institute for International Economics.

Hooper, Peter, Michael Spencer, Torsten Slok, Matthes Luzzetti (2016). US macro puzzles and a high-pressure economy. Global Economic Perspectives. Deutsche Bank. 25. Oktober.

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

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

--- (2017). World Economic Outlook. Update. Washington, D.C..

Marris, Steven (1985). Deficits and the Dollar: The World Economy. Cambridge, Mass.. The MIT Press.

Navarro, Peter, Wilbur Ross (2016). Scoring the Trump Economic Plan. Trade, Regulatory, and Energy Policy Impacts.

Niskanen, William A. (1988). Reaganomics. An Insiders's Account of the Policies and People. New York und Oxford. Oxford University Press.

OECD (2016). Economic Outlook. November. Paris.

Ollivaud, P., Y. Guillemette, D. Turner (2016). Links between weak investment and the slowdown in productivity and potential output growth across the OECD. OECD Economics Department Working Papers. No. 1304. OECD Publishing. Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/5jlwvz0smq45-en>

Putnam, Robert D., Nicholas Bayne (1987²). Hanging Together. Cooperation and Conflict in the Seven-Power-Summit. Cambridge, Mass.. Harvard University Press.

Summer Lawrence (2016a). Trump's misguided tax reform plans. Financial Times. 5. Dezember.

---(2016b). A badly-designed US stimulus will only hurt the working class. Financial Times. 14. November.

Tax Foundation (2016). Details and Analysis of Donald Trump Tax Reform Plan, September 2016. Washington, D.C.

Yellen, Janet L. (2016a). The Economic Outlook. Testimony before the Joint Economic Committee. 17.11.

---(2016b). Macroeconomic Research after the Crisis. 14. Oktober. Boston.

Impressum

Bundesverband der Deutschen Industrie e.V. (BDI)
Breite Straße 29, 10178 Berlin

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

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

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

Hanna Müller
BDI-Vertretung, Peking
T: +86 1851 3608272
h.mueller@bdi.eu

Max Niebling
BDI-Vertretung Brüssel

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

Redaktion/Grafiken

Dr. Markus Kerber
T: +49 30 2028 1448
m.kerber@bdi.eu

Marta Gancarek
T: +49 30 2028 1588
m.gancarek@bdi.eu