

Sparkassenakademie Nordrhein-Westfalen | Münster, 18. Mai 2017
Fachtagung Treasury/Eigenanlagenmanagement

100 Tage Trump – Perspektiven für die Weltwirtschaft und die deutsche Konjunktur

Prof. Dr. Stefan Kooths
Prognosezentrum



Globale Geldpolitik: Risiken und Nebenwirkungen

■ Structural Reforms

- » Even more important as economies are aging ...
- » ... but remain unpopular

**Structural
reforms**

■ Monetary policy

- » Did (more than) enough
- » Increasing negative negative side-effects

**Monetary
policy**

■ Fiscal policy

- » Back on stage? „Keynes put“?
- » Sustainability issues

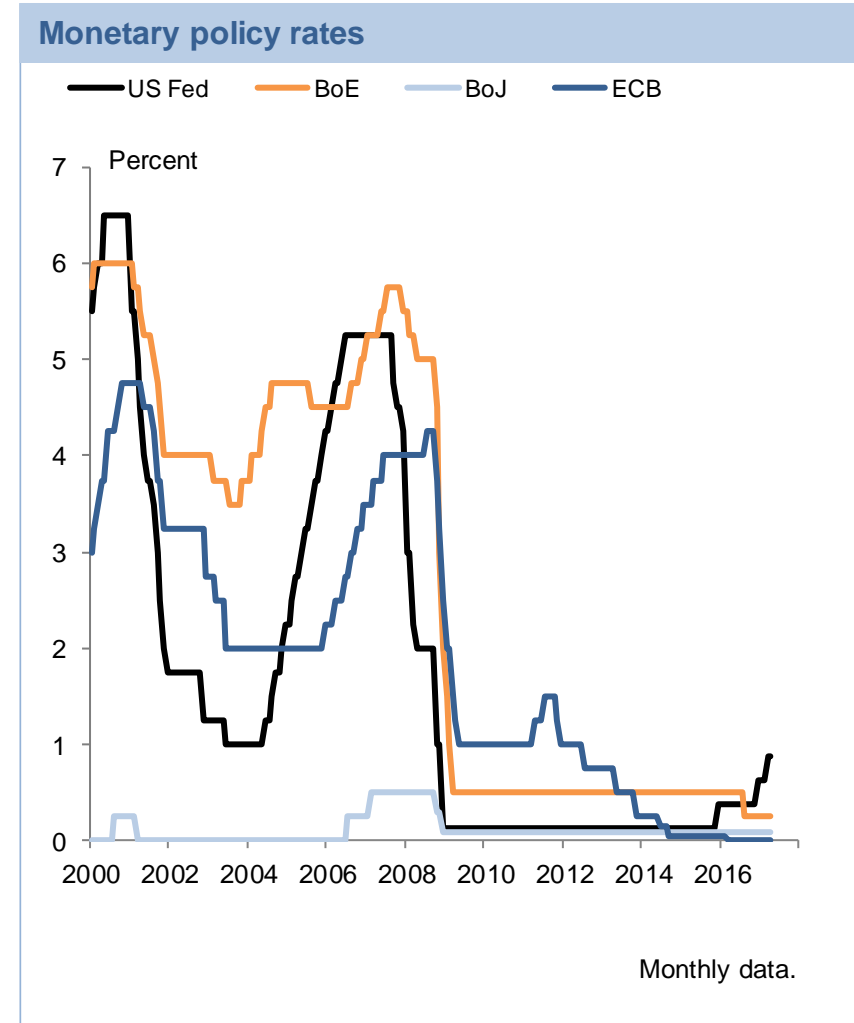
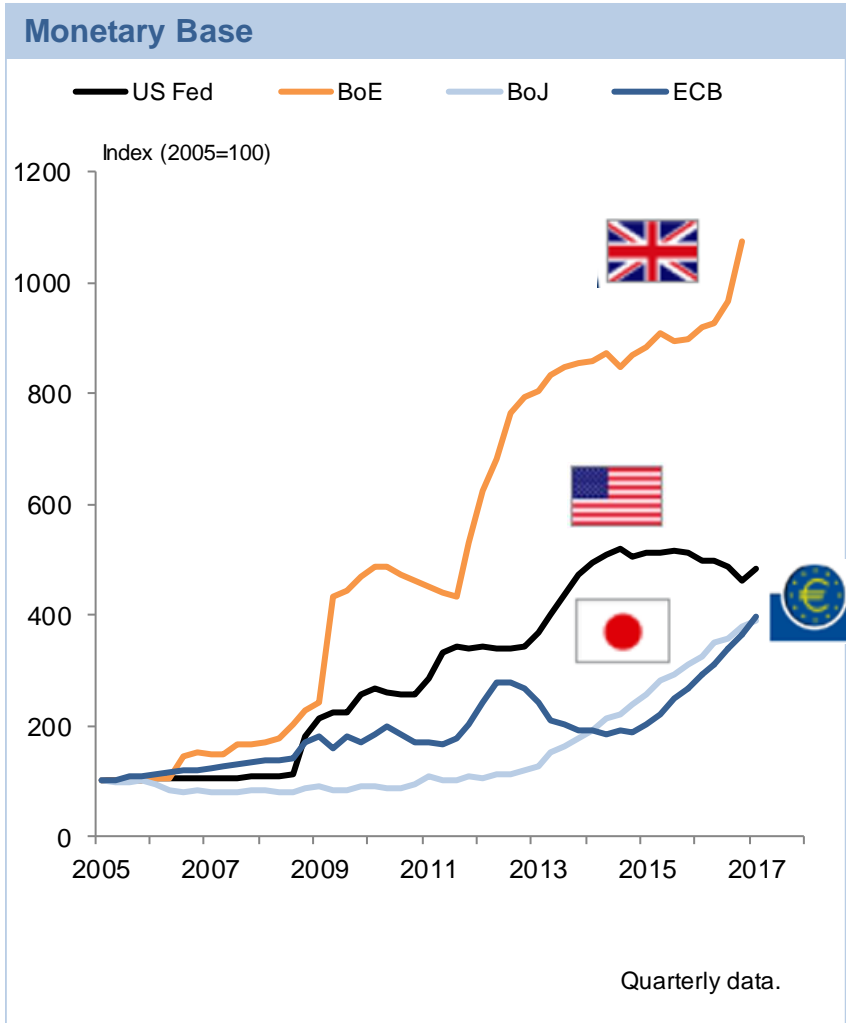
**Fiscal
policy**

■ Neo-protectionism

- » Beggar-thy-neighbor gains momentum
- » Popular, but destructive

**Neo-
protectionism**

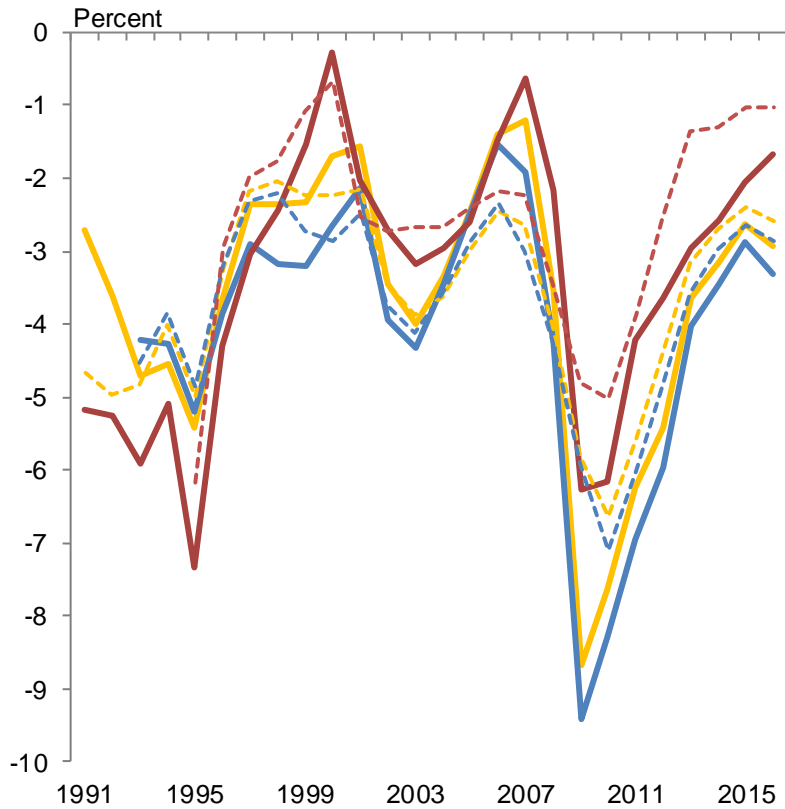
Monetary policy hits limits ...



... as does fiscal policy

Net Public Lending

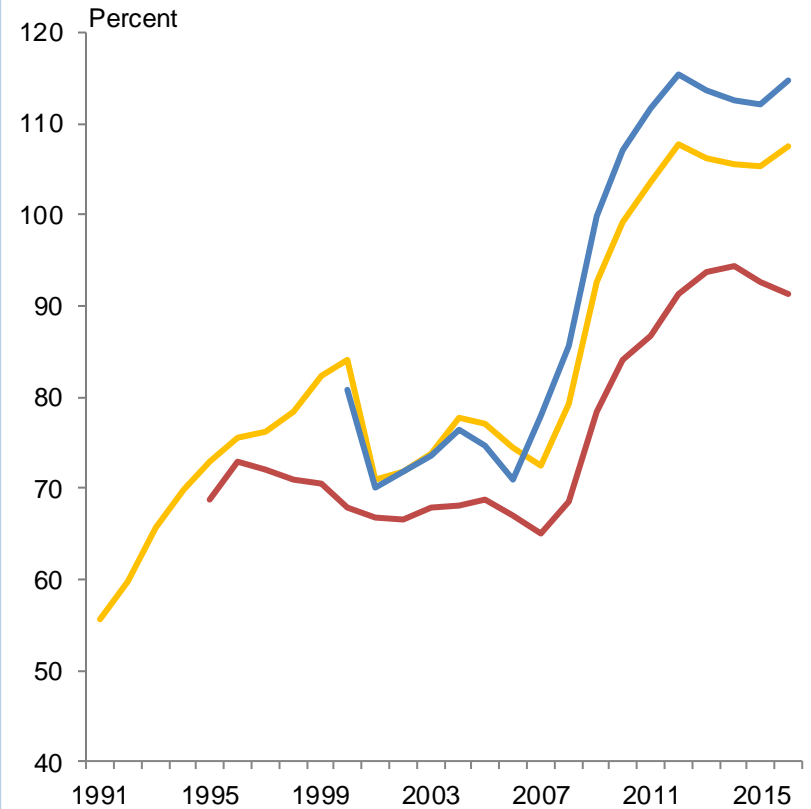
Advanced Economies G20 EMU



Annual Data. In relation to nominal GDP; Dotted lines: Cyclically adjusted.
Source: IMF, Fiscal Monitor.

Gross Government Debt

Advanced Economies G20 EMU

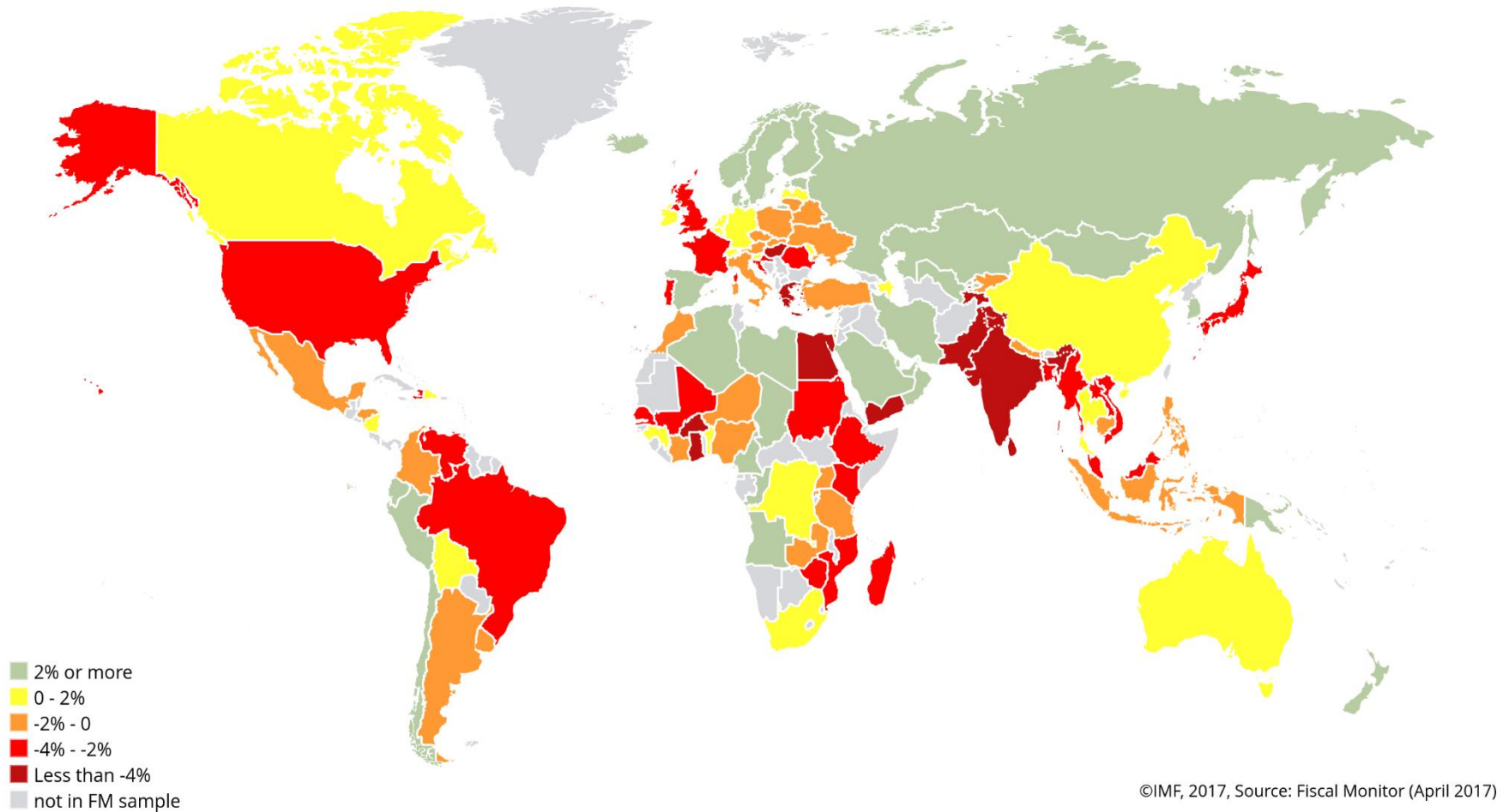


Annual Data. In relation to nominal GDP.
Source: IMF, Fiscal Monitor.

Fiscal stance 2007 (pre-crisis)

IMF DataMapper

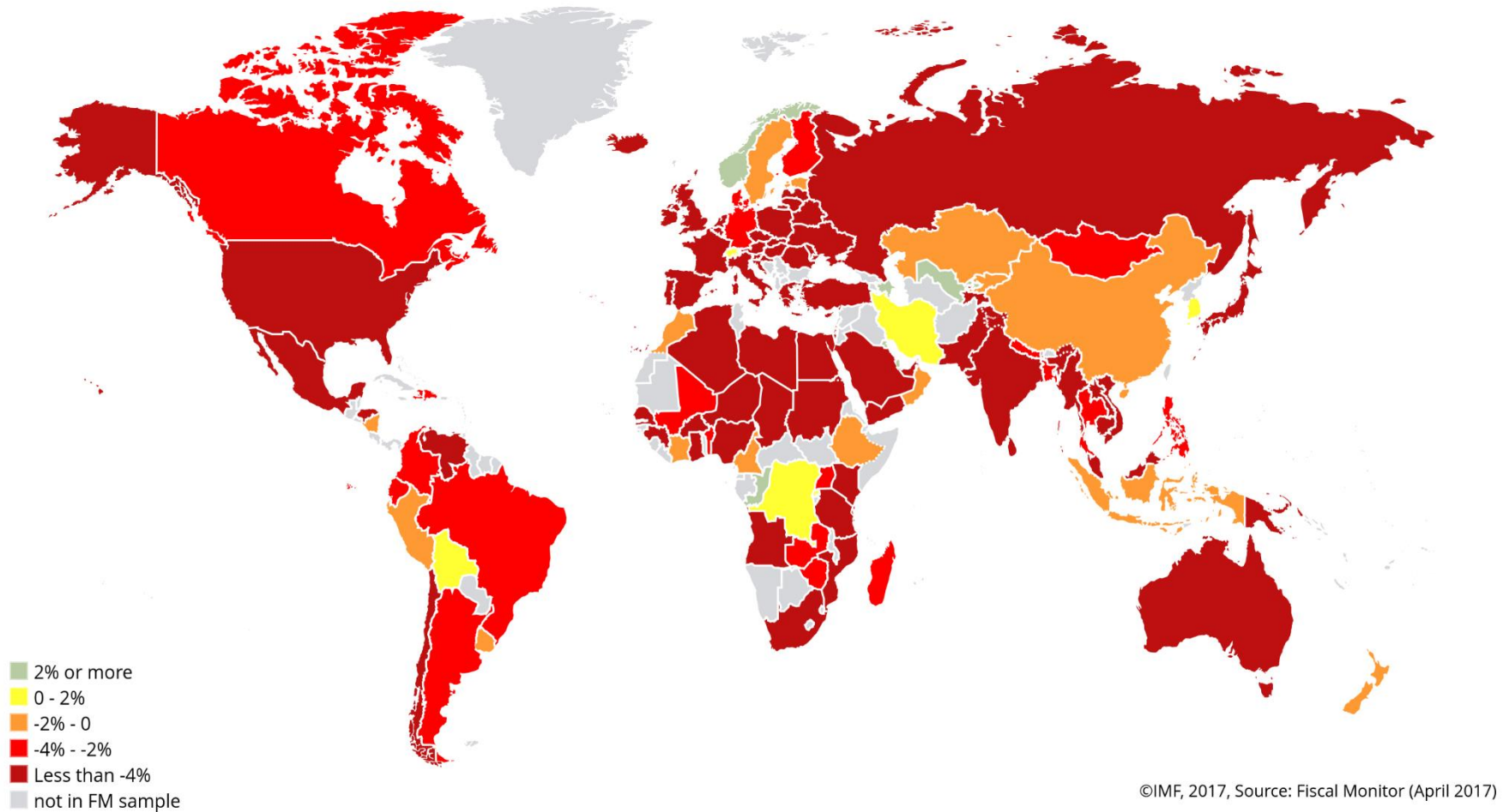
Net lending/borrowing (also referred as overall balance) (% of GDP, 2007)



Fiscal stance 2009 (in crisis)

IMF DataMapper

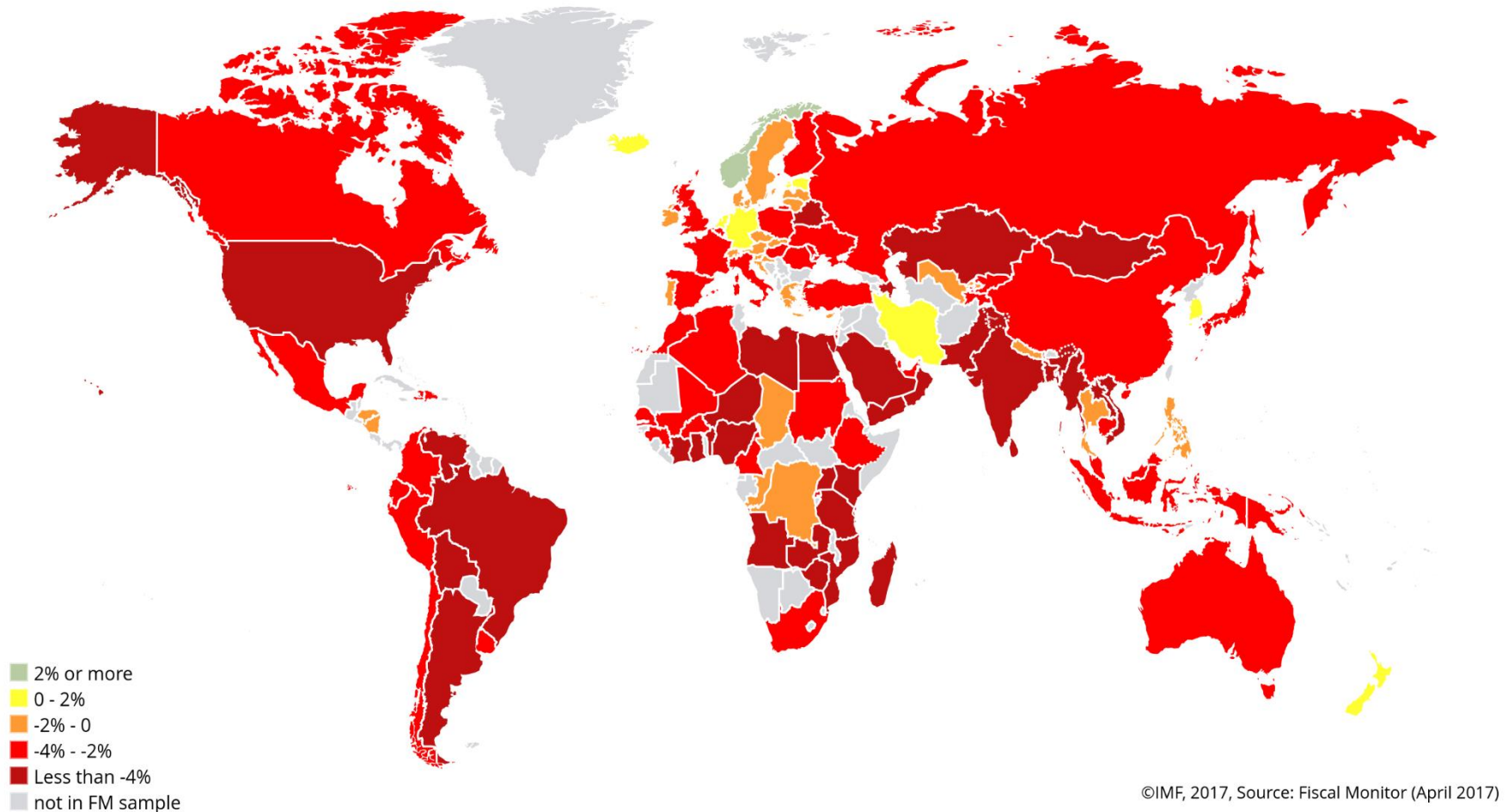
Net lending/borrowing (also referred as overall balance) (% of GDP, 2009)



Fiscal stance 2017 (post-crisis?)

IMF DataMapper

Net lending/borrowing (also referred as overall balance) (% of GDP, 2017)



■ Structural Reforms

- » Even more important as economies are aging ...
- » ... but remain unpopular

**Structural
reforms**

**Overstretched macro-management
(core problems are non-cyclical)**

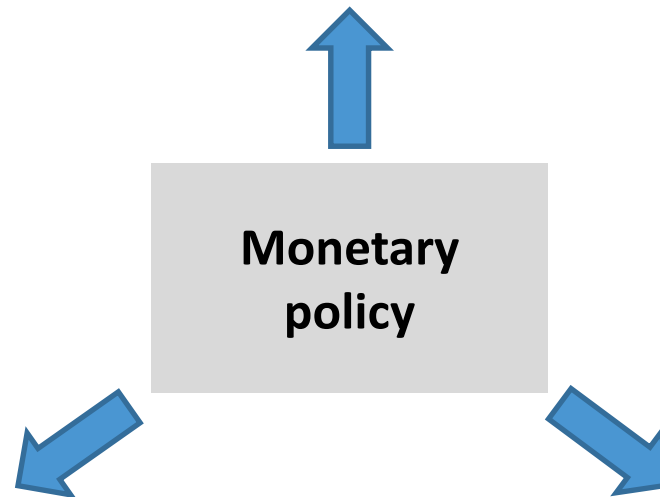
**Monetary
policy**

**Fiscal
policy**

■ Neo-protectionism

- » Beggar-thy-neighbor gains momentum
- » Popular (but destructive) temptation

**Neo-
protectionism**



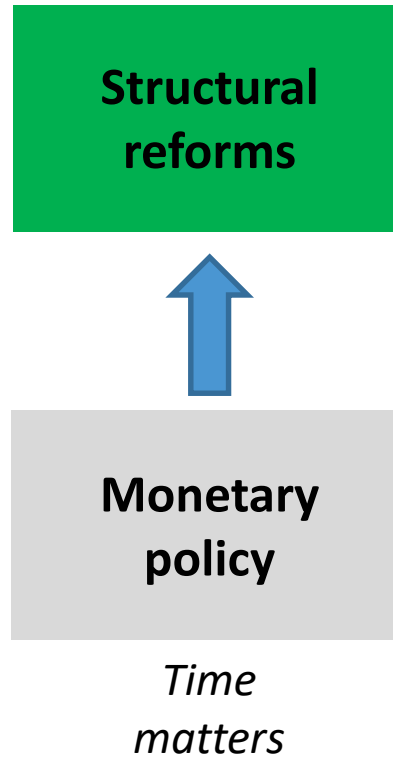
**Structural
reforms**

**Monetary
policy**

**Fiscal
policy**

**Neo-
protectionism**

Non-neutrality of money



Interest rates ...

- ... just another instrument for macro-management?
 - ... or the key price relation within the market system?
 - » Time preference
 - » Coordinating savings and investment
 - » Component of all prices for goods and services (relative prices)
 - » Impact on capital/production structure
- ⇒ **„Capital gives money time to cause trouble.“ (Garrison)**

- **Idiosyncratic: Entrepreneurial ventures**
 - » Wrong expectations of one market participant
 - » Happens every day, no systemic risk
 - » Liquidation, reallocation of resources

- **Pervasive: Expansionary monetary policy**
 - » Systematically wrong expectations of all market participants
 - » Financial crisis (debt crisis = flip-side of heavy capital stock distortion)
 - Fragile financial system
 - Excess debt positions destabilizes monetary system

Three options of coping with debt-crises

■ Public bail-outs

- » Shifts private debt to public sector
- » Private debt crisis \Rightarrow sovereign debt crisis
- » No solution for fiscally distressed countries

■ Inflating the debt away

- » Takes a long time, promotes zombification
- » Puts the currency at risk
- » Not targeted towards non-performing loans

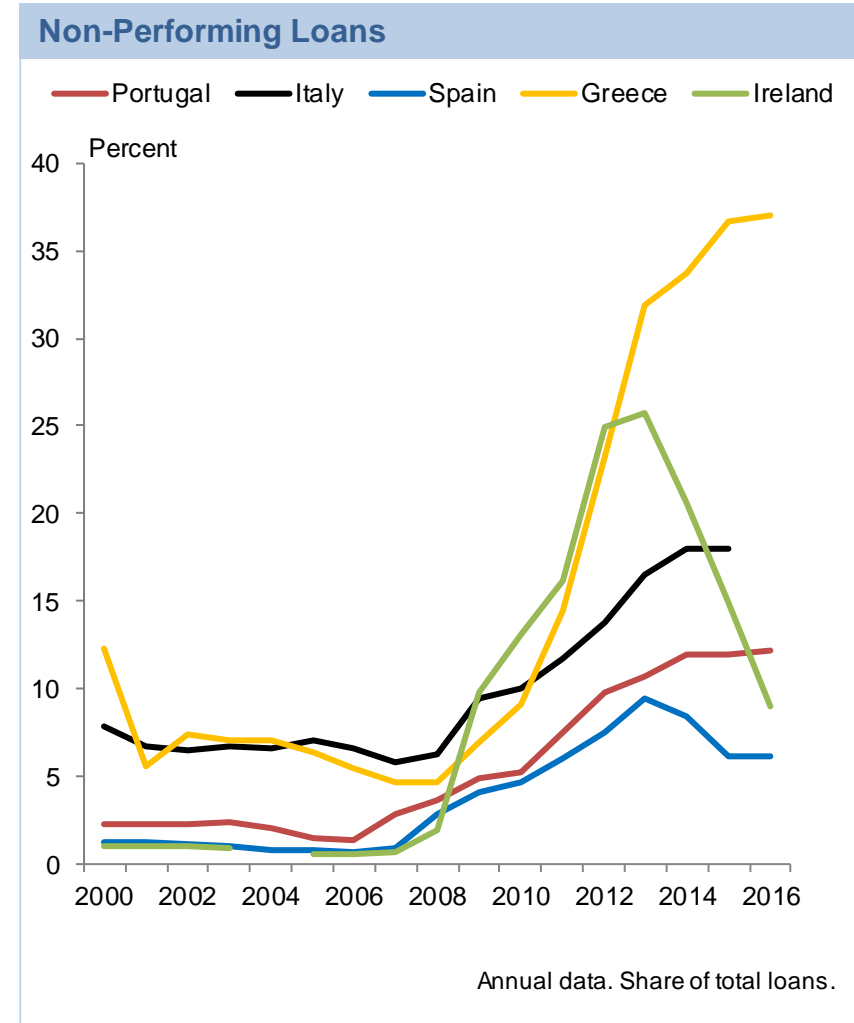
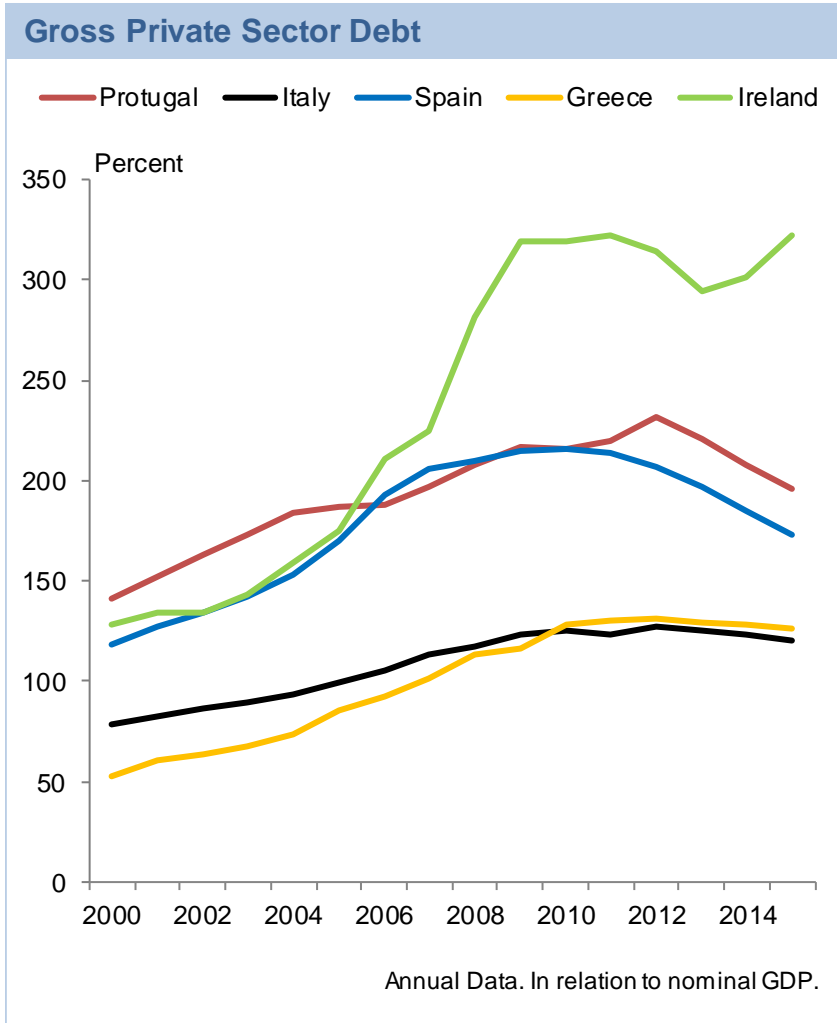
■ Liquidation

- » Tough (cold turkey) in the short-run ...
- » ... but targeted (and root cause oriented)
- » Puts capital at second (now first) best use

**Anti-capitalist
approach**
(harms principle of
accountability,
creates moral
hazard risks)

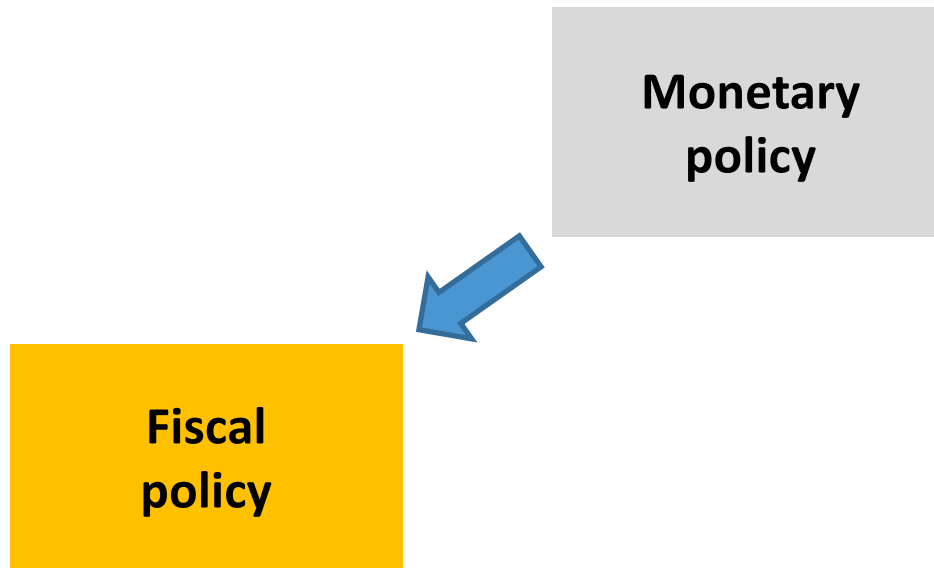
**Capitalist
approach**
(in line with free
market principles)

Flip-side of not liquidating (= “buying time”): Excess debt positions hamper credit channel



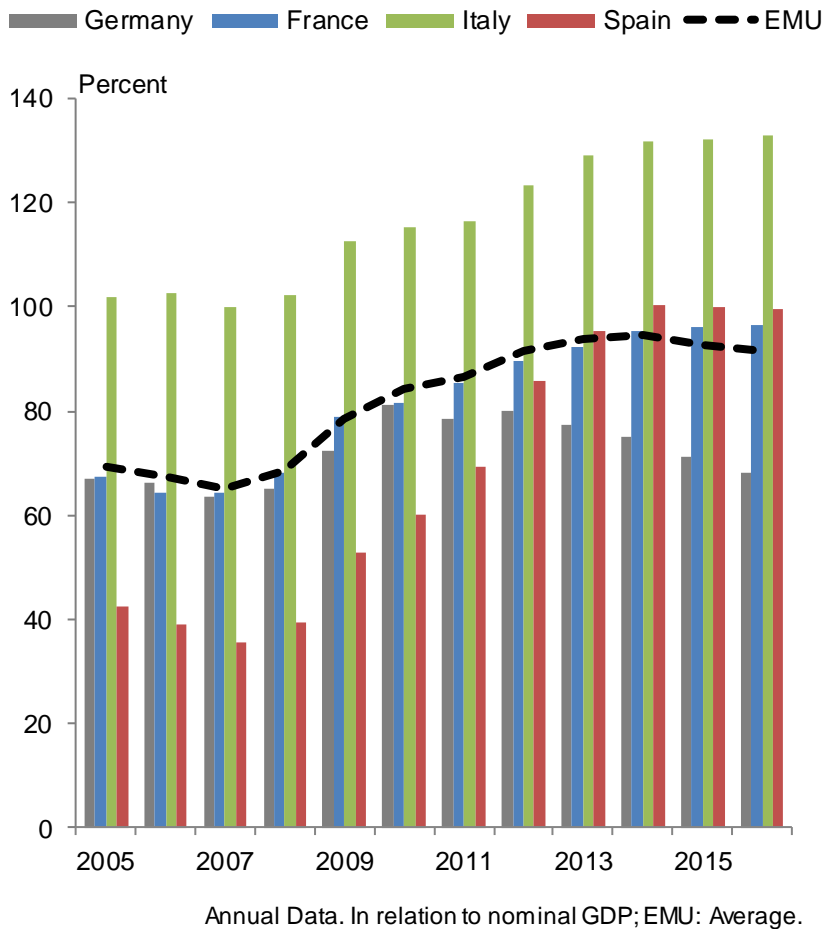
Data source: Bank for International Settlements, World Bank.

Easing fiscal consolidation?

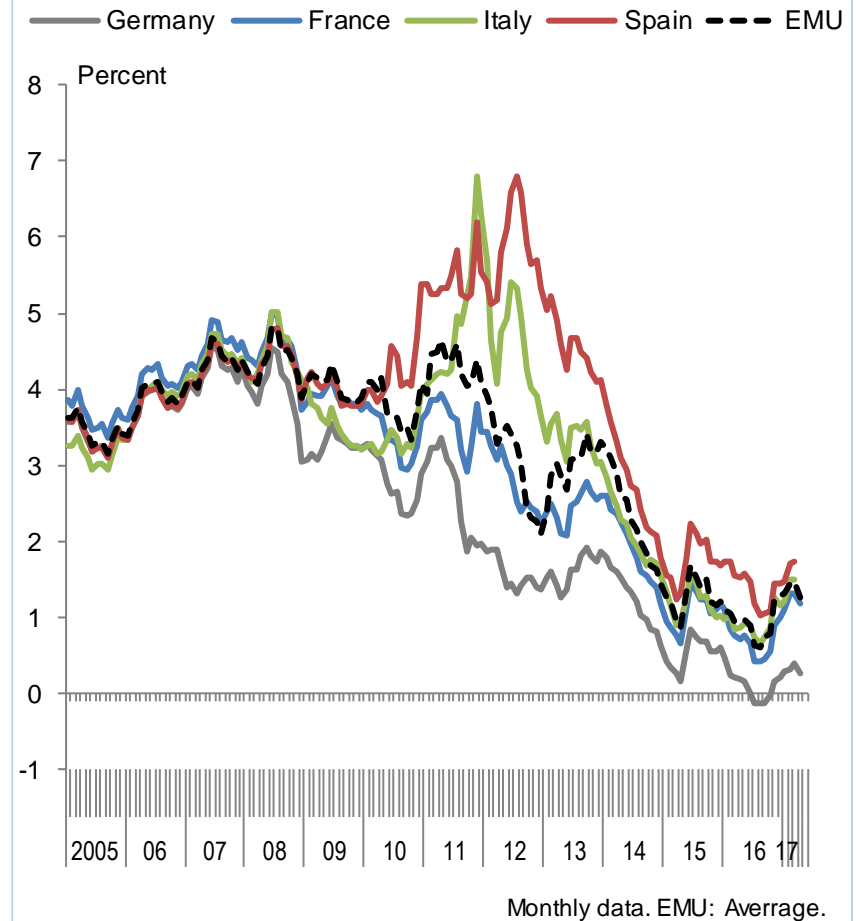


Euro Area: Monetary financing of governments

Gross Government Debt

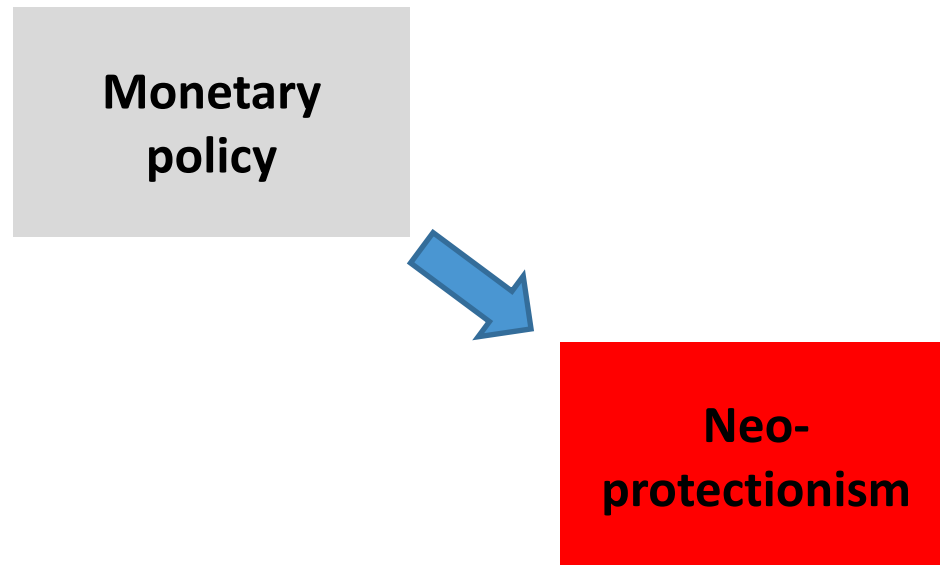


Government Bond Yields (10-year)

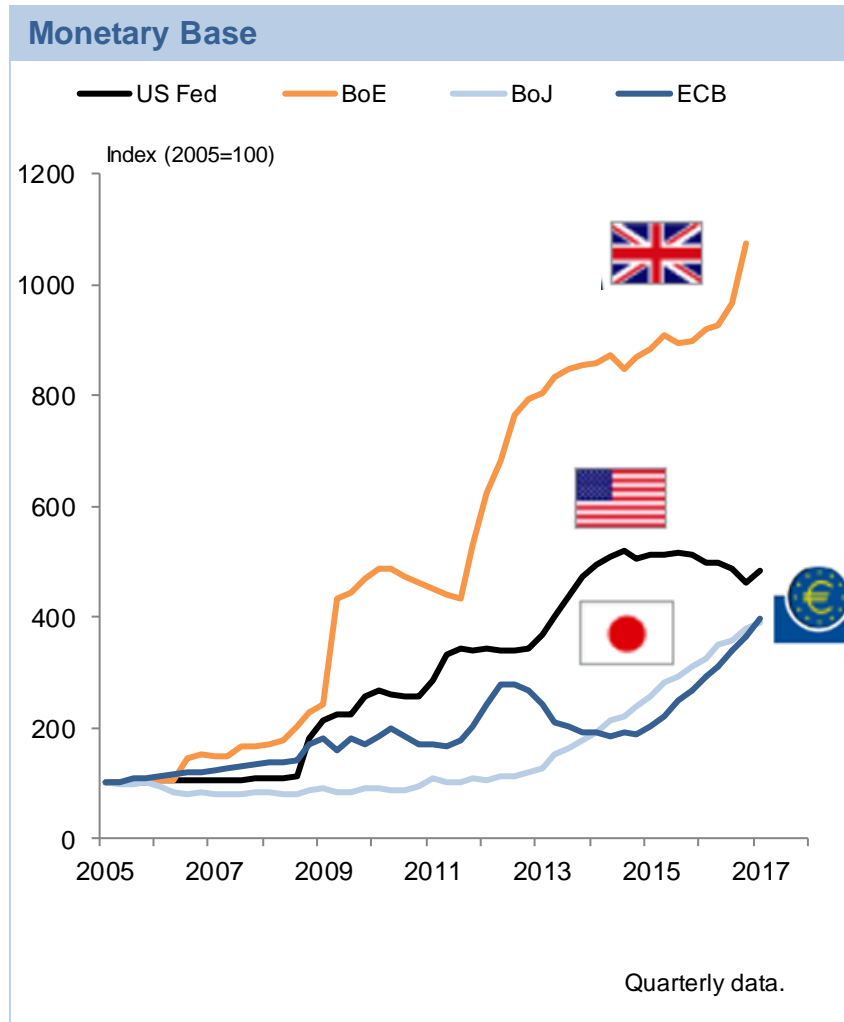


Data source: Eurostat, European Commission.

Monetary policy and currency manipulation



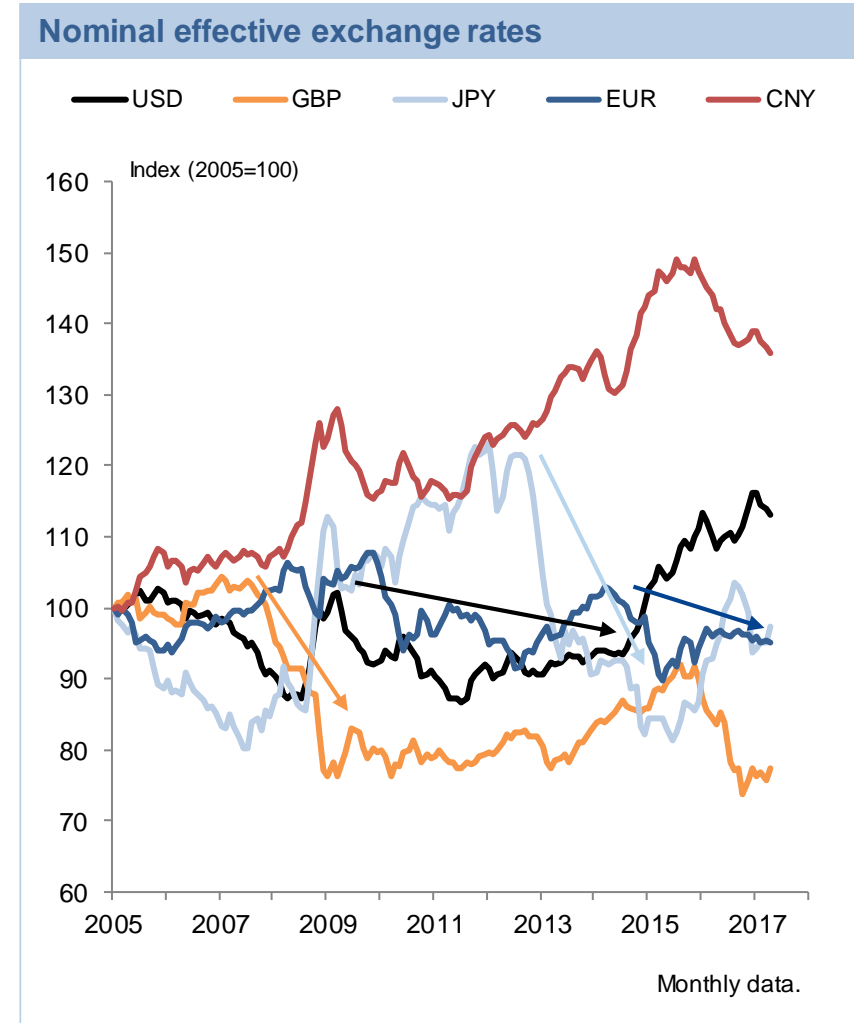
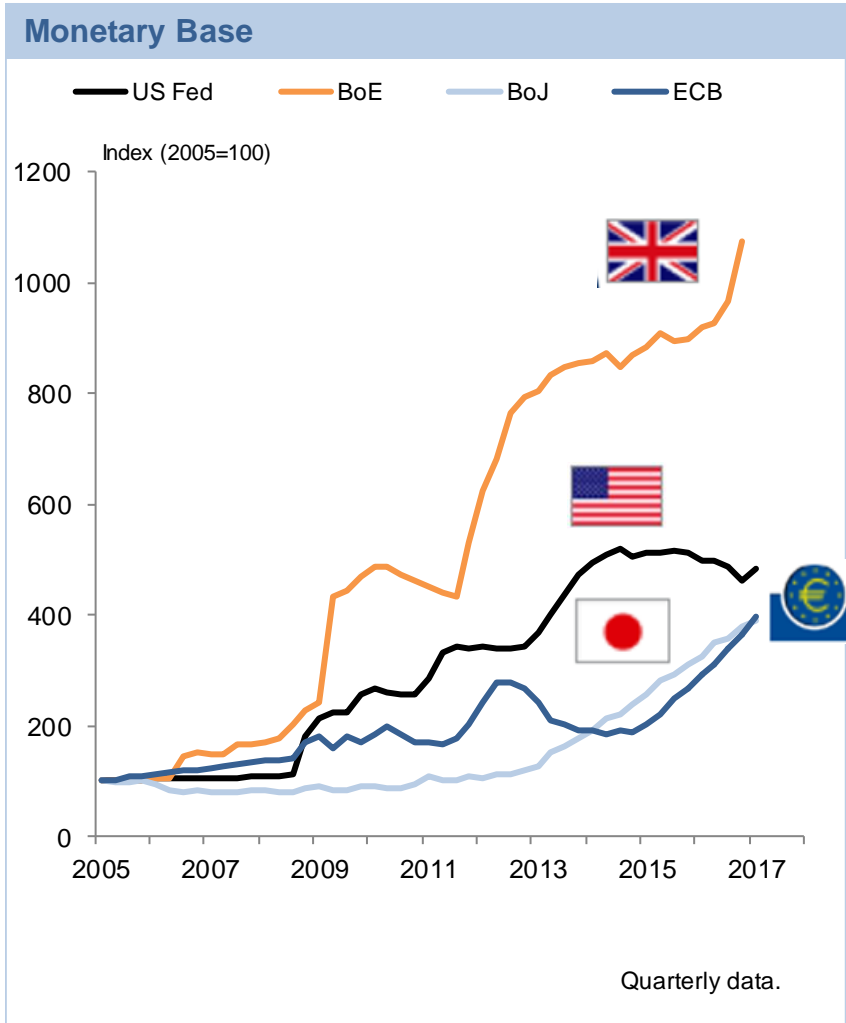
Quantitative „Easing“



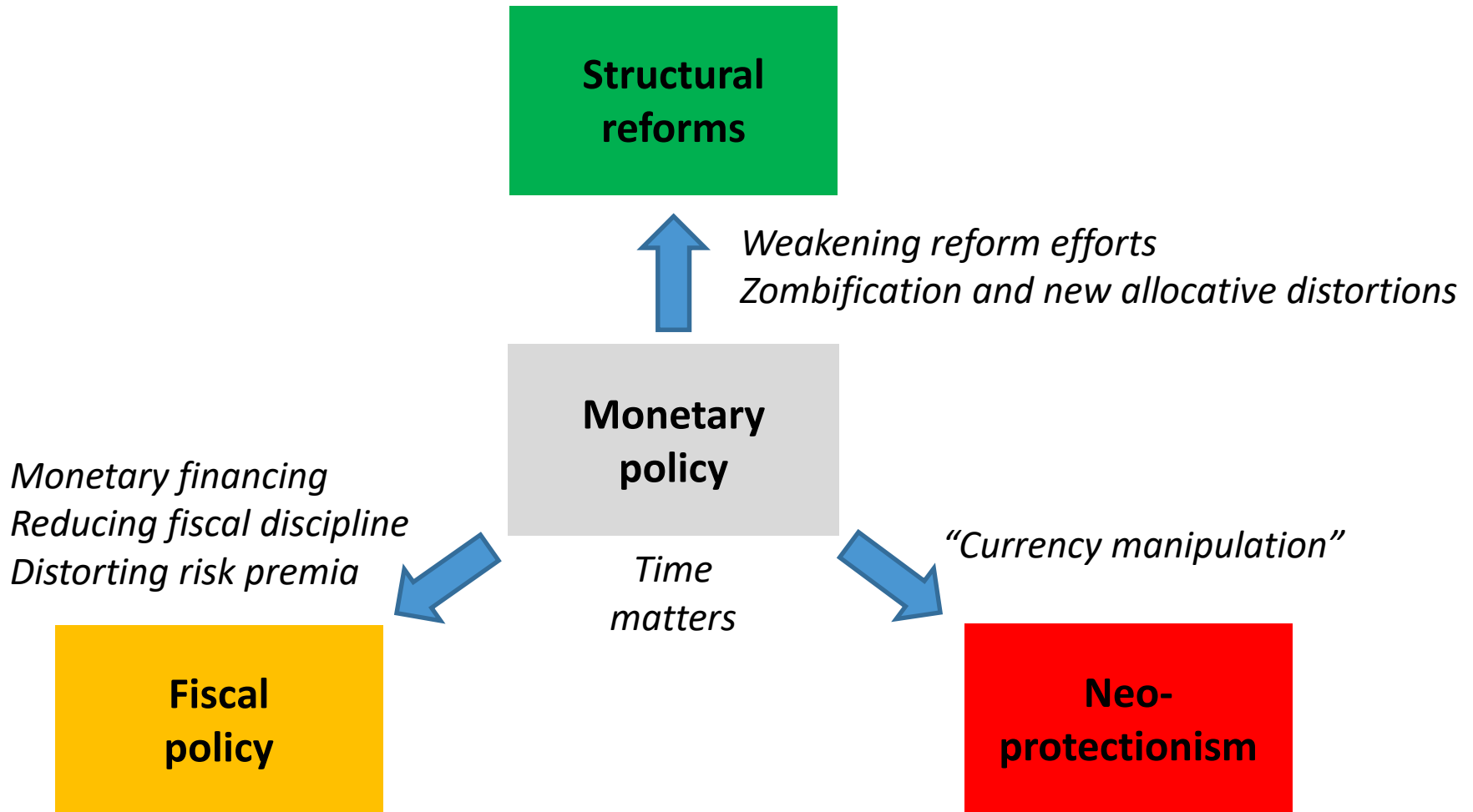
- Type 1: Liquidity provision in times of financial stress (effective)
 - Type 2: Stimulus at the zero lower bound (domestically ineffective)
- ⇒ Exit strategy?
- ⇒ ECB: Need for ever softer criteria for next purchase programs

Global QE: Risk of currency wars

Source: Thomson Reuters Datastream, IfW-calculations

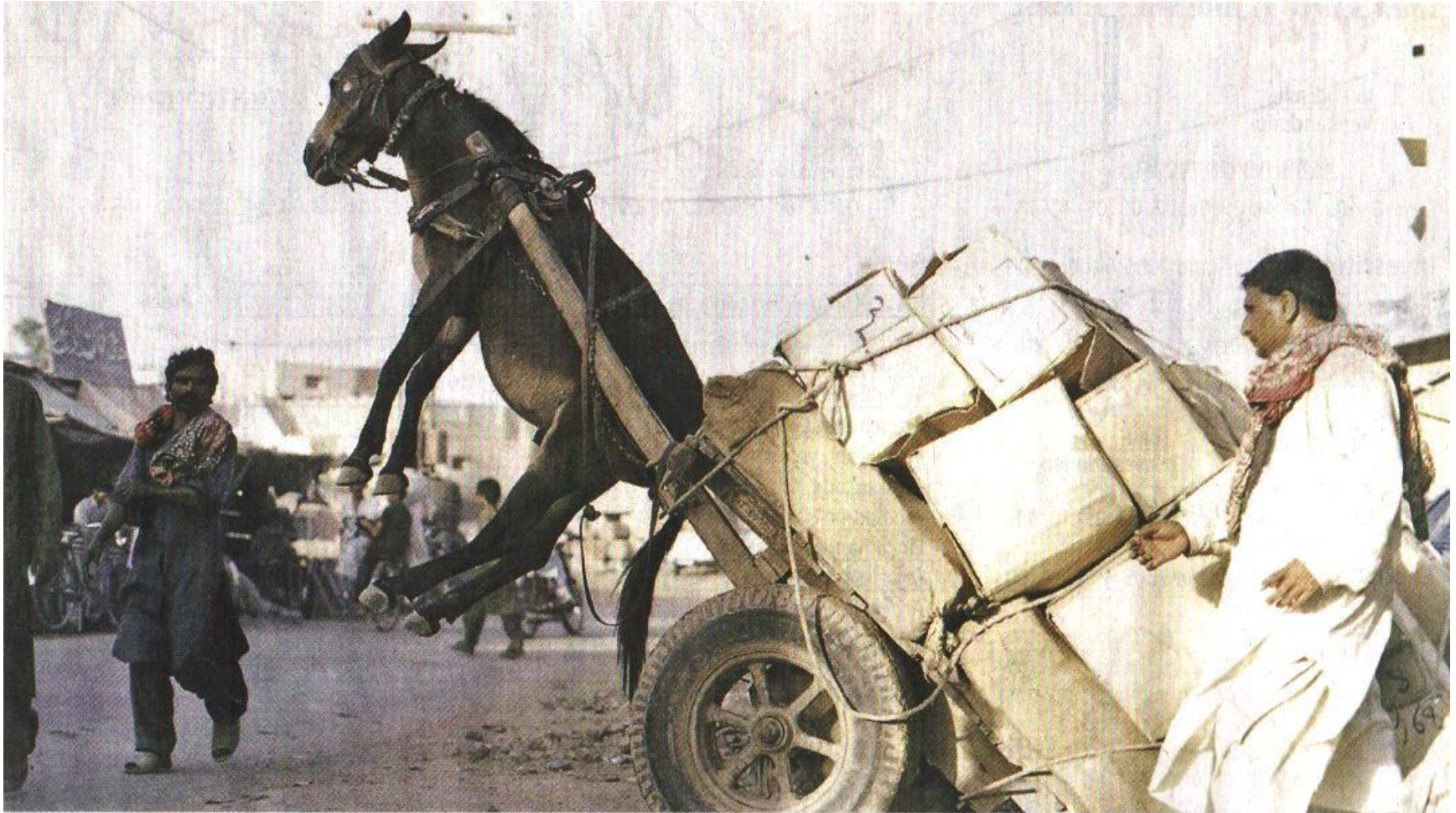


ZIRP/QE: A risky game to play (for longer)



- Buying risks upfront instead of lowering risk free yields
 - » More private sector securities
 - » Distortion of risk premia and related cost of capital
 - Targeting non-performing assets
 - » Monetary bail-out
 - » Turning the Eurosystem into a bad bank
 - Helicopter money
 - » Bypassing the credit channel to inflate the debt-overhang away
 - » Transforms the Eurosystem into a pure fiat money system
- ⇒ **Hardly in line with ECB's mandate, radical consequences**
- ⇒ **Chicago plan 2.0 requires credible post-resolution design**

Monetary policy: Overloaded



Quelle: FAZ, 26th October 2011, p. 11

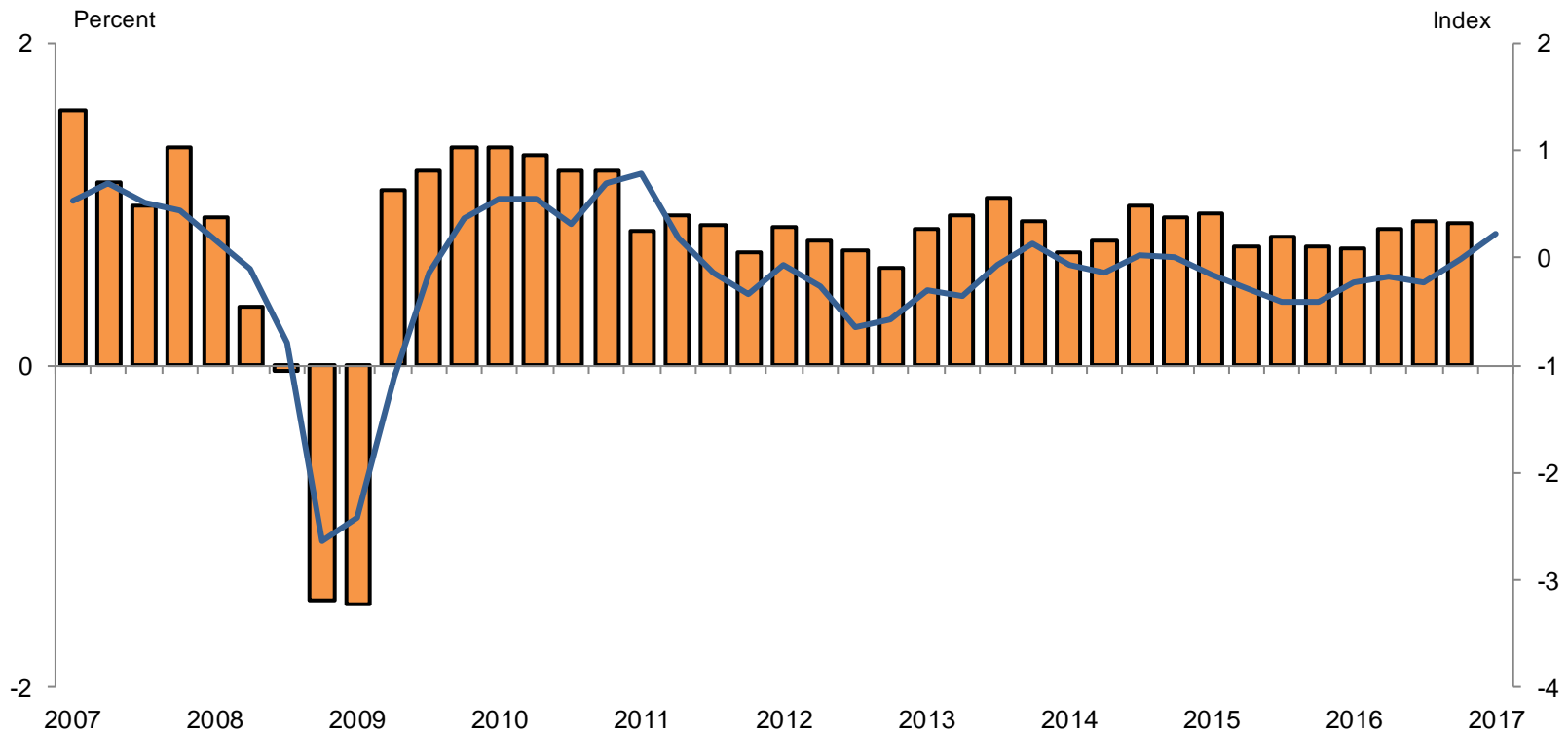
- Macro-management is already overstretched
 - “Buying time” strategy failed
(lets fiscal discipline and structural reform efforts wane)
- ⇒ **Structural reforms as only game in town**

Weltwirtschaftliches Umfeld

Anzeichen für globale Belebung

World Economic Activity

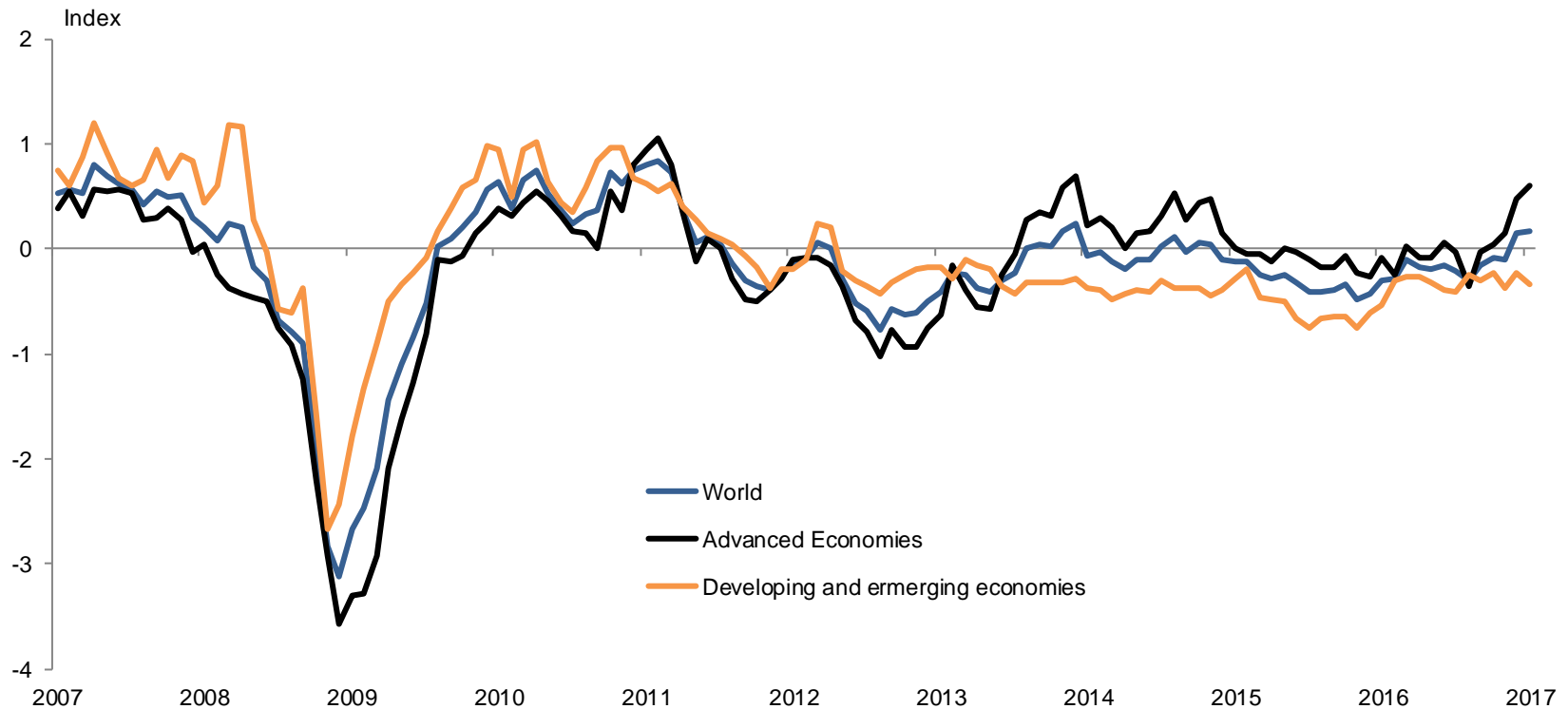
World output IfW-Indicator for business expectations (rhs)



Quarterly data, seasonally adjusted. Indicator is based on business expectations in 42 economies. GDP: price adjusted, change over previous quarter.

Hauptmotor: Fortgeschrittene Volkswirtschaften

Business expectations by groups of countries



Monthly data, seasonally adjusted. Indicators are based on business expectations in 42 countries (33 advanced economies and 9 emerging economies).
Source: national sources, own calculations.

Moderat kräftigere Expansion

Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2016–2018

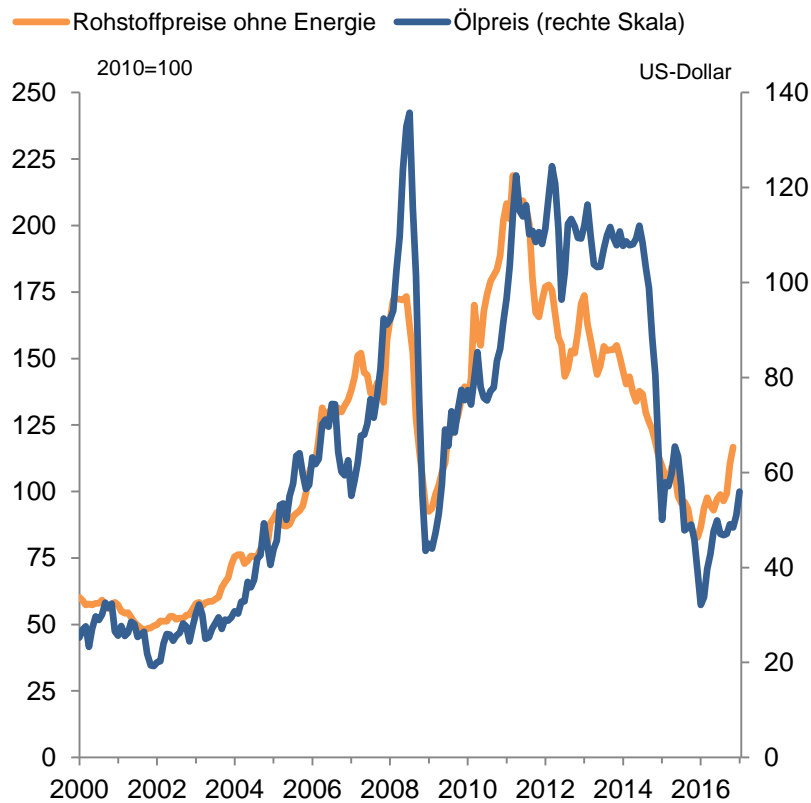
| | Gewicht | Bruttoinlandsprodukt | | | Verbraucherpreise | | |
|---|---------|----------------------|------|------|-------------------|------|------|
| | | 2016 | 2017 | 2018 | 2016 | 2017 | 2018 |
| Weltwirtschaft | 100,00 | 3,1 | 3,5 | 3,6 | 3,0 | 3,2 | 3,4 |
| Fortgeschrittene Länder | 43,7 | 1,7 | 2,1 | 2,1 | 0,7 | 1,8 | 1,9 |
| China | 17,1 | 6,7 | 6,4 | 5,9 | 2,0 | 2,2 | 2,2 |
| Lateinamerika | 7,4 | -1,3 | 0,7 | 2,0 | 8,4 | 6,6 | 5,6 |
| Indien | 7,0 | 7,1 | 6,8 | 7,2 | 5,3 | 4,0 | 5,0 |
| Ostasiatische Schwellenländer | 4,9 | 4,8 | 4,7 | 4,9 | 3,0 | 3,3 | 3,8 |
| Russland | 3,3 | -0,2 | 1,1 | 1,5 | 7,0 | 4,8 | 5,0 |
| <i>Nachrichtlich:</i> | | | | | | | |
| Welthandelsvolumen | | 1,8 | 3,0 | 3,0 | | | |
| Weltwirtschaft (gewichtet gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2015 in US-Dollar) | | 2,4 | 2,8 | 3,0 | 2,4 | 2,8 | 3,0 |

Prozent. Gewicht: gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2015 nach Kaufkraftparität. Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise: Veränderungen gegenüber dem Vorjahr; Ostasiatische Schwellenländer: Thailand, Malaysia, Indonesien und Philippinen; Fortgeschrittene Länder: Die Werte stimmen nicht notwendigerweise mit denen in Tabelle 3 überein, da der Länderkreis hier breiter gefasst ist und ein anderes Konzept bei der Gewichtung verwandt wird.

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

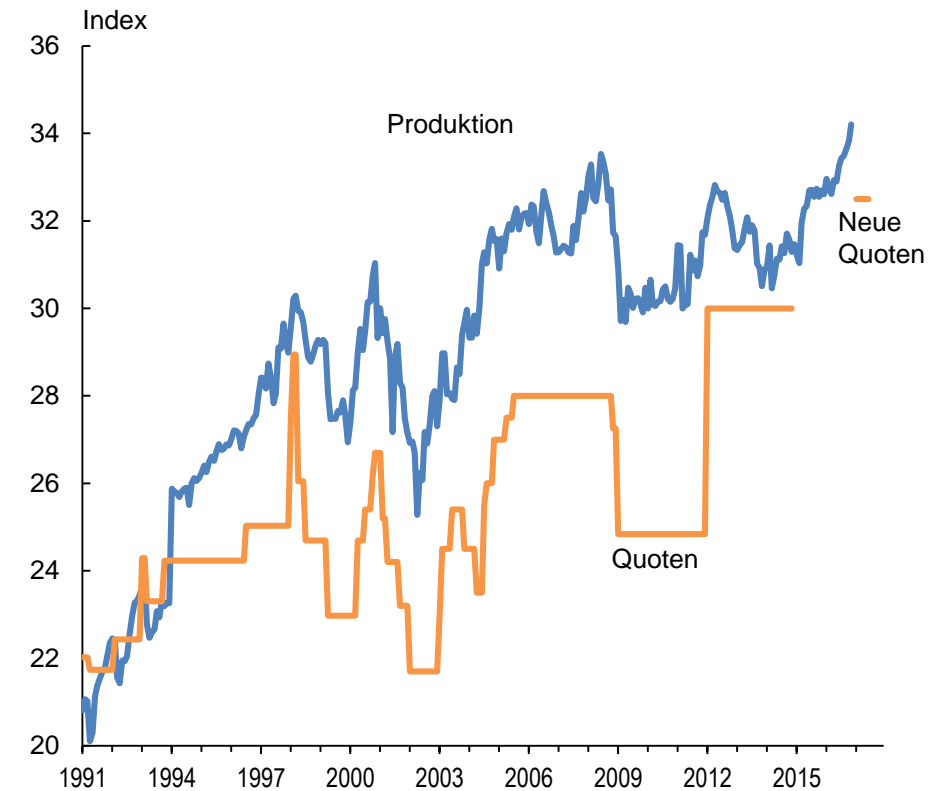
Unsicherheit 1: Ölpreis nach OPEC-Förderreduktion

Rohstoffpreise



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

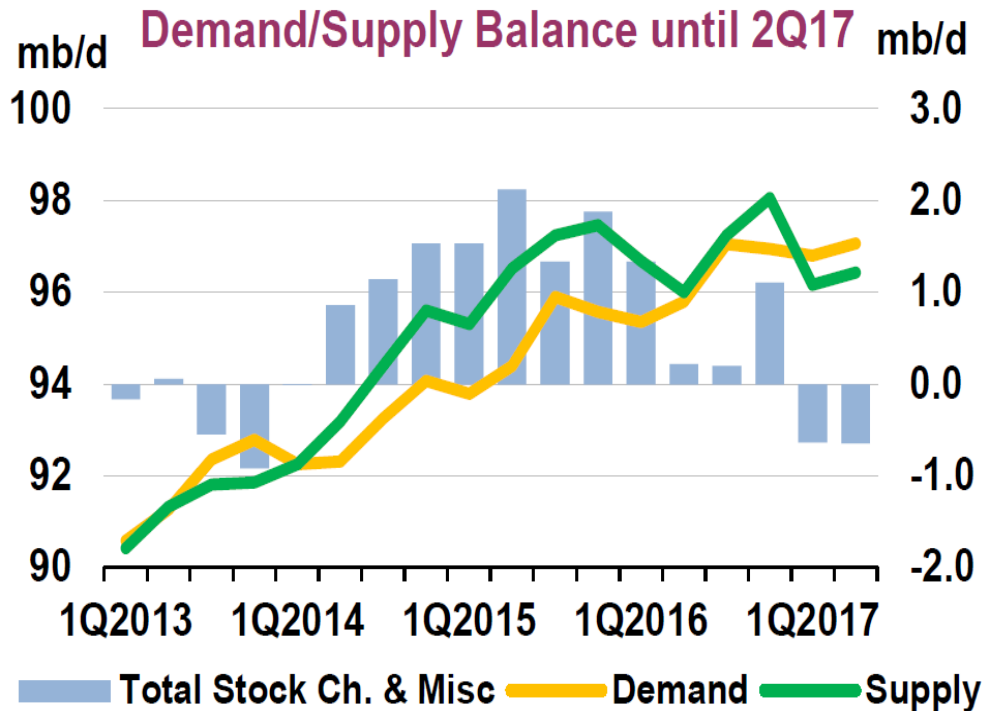
OPEC Ölförderung und Förderquoten



Monatsdaten. Letzter Wert: November 2016. Quoten ausgesetzt im November 2014. *Quelle:* Weltbank, International Energy Agency.

Ölpreisschock nicht wahrscheinlich

Rohölmarkt



Note: For scenario purposes only, IEA assumes OPEC/non-OPEC output cuts implemented as announced.

- Vollständige Umsetzung bringt Ölmarkt ins Defizit
- Ausmaß der Quotentreue ist aber unsicher
- Befristung der Quoten bis Juni 2017
- Angebotsreaktion der Outsider (US-Schieferöl)
- Futures-Preise für fernere Lieferungen haben nur wenig reagiert
- Szenario eines moderaten Preisanstiegs bleibt zentral

Unsicherheit 2: Wirtschaftspolitik in den USA

- Fiskalischer Konjunkturschub?
- Ausmaß noch sehr unsicher
- Rolle der Erwartungen
- Kapazitätsengpässe/
Preisdruck
- Geldpolitisches Gegensteuern
- Wechselkursreaktion

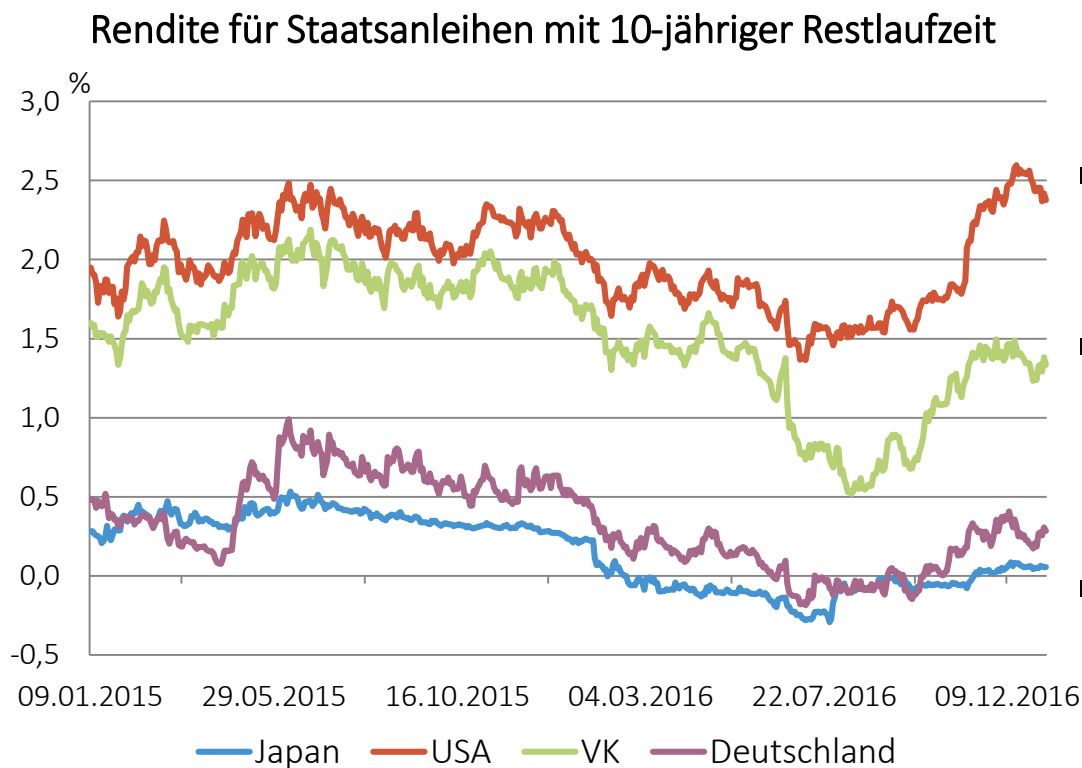
Tabelle 1:
Auswirkungen einer fiskalpolitischen Expansion in den Vereinigten Staaten 2017–2018

| Erwartungen | Rational | | Adaptiv | |
|--------------------|----------|------|---------|------|
| | 2017 | 2018 | 2017 | 2018 |
| BIP | 0,2 | 0,5 | 0,3 | 0,9 |
| Privater Verbrauch | 0,1 | 0,4 | 0,1 | 0,6 |
| Investitionen | 0,7 | 1,6 | 1,4 | 3,7 |
| Exporte | 0,0 | -0,2 | 0,2 | 0,4 |
| Importe | 0,6 | 1,2 | 0,9 | 1,9 |
| NEER | 0,4 | 0,7 | 0,0 | 0,0 |

Quelle: Eigene Berechnungen mit NiGEM.

Simulation einer Kombination von Ausgabenerhöhungen und Steuersenkungen gegenüber Baseline in Höhe von 0,75 Prozent des BIP in 2017 und 1,5 Prozent in 2018

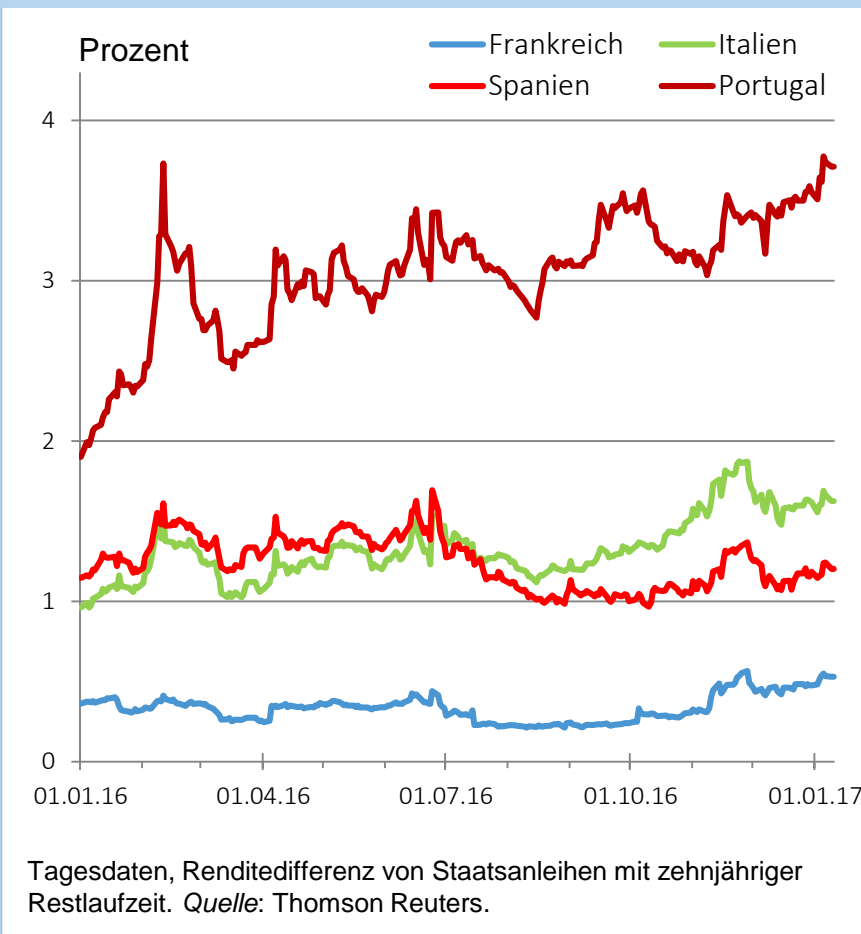
Unsicherheit 3: Zinsanstieg in den USA



- Geldpolitik driftet international weiter auseinander (USA/UK)
- US-dollar unter Aufwertungsdruck
- Problematisch für Schwellenländer mit Dollarverschuldung
- Wechselkursentwicklung birgt Konfliktpotenzial (Abwertungswettläufe)

Unsicherheit 4: Fragile wirtschaftliche Erholung im Euroraum

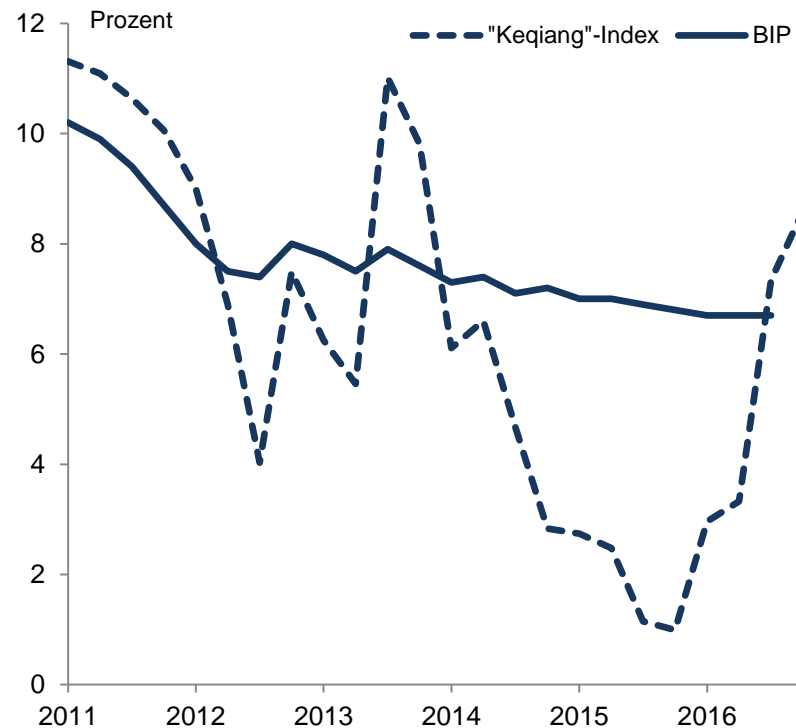
Zinsspread gegenüber Deutschland



- Politische Unsicherheiten
 - » Übergangsregierung in Italien
 - » Wahlen in Frankreich, NL
- Probleme im Bankensektor
 - » akut (Italien)
 - » latent (Niedrigzinsphase)
- Wirtschaftspolitik verlässt sich nach wie vor stark auf die EZB
- Brexit weiterhin unklar

Unsicherheit 5: Chinesische Wirtschaft auf alten Pfaden

China: BIP und "Keqiang"-Index



Quelle: Nationales Statistikkbüro, eigene Berechnungen.

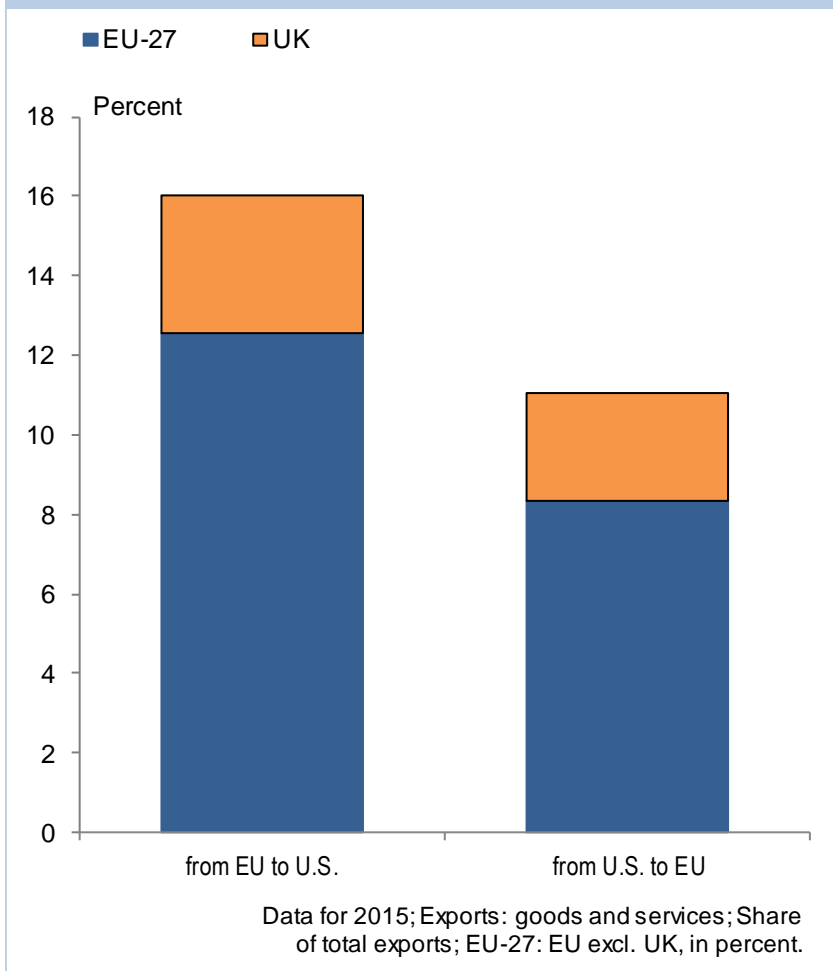
- Fiskalische und monetäre Impulse
- Struktur der Expansion entspricht wieder altem Muster
- Nachhaltigkeit?
 - » Hohe und steigende Verschuldung im Privatsektor
 - » Kapitalabfluss und Verlust von Devisenreserven

Keqiang-Index: Aktivitätsindikator zusammengesetzt aus Energieverbrauch, Frachtverkehr, Kreditvergabe

- USA: Beschleunigung des Produktionsanstiegs auf 2 ½ Prozent
- Japan: Anziehende Konjunktur dank zunehmender Exporte und fiskalischer Impulse
- China: neuerliches Nachlassen der Konjunkturdynamik im Verlauf dieses Jahres wahrscheinlich, Risiken angesichts drastisch gestiegener Verschuldung
- Übrige Schwellenländer: Belebung ohne großen Schwung
- Europa: Fortgesetzte moderate Expansion im Euroraum, Abschwächung der Konjunktur im Vereinigten Königreich

Zur Protektionismusgefahr im transatlantischen Wirtschaftsraum (1/2)

Fig. 1: Transatlantic trade links



- Handelszentrierte Sicht ist zu eng ...
- ... Kapitalverflechtung ist bedeutender ...
- ... und schafft gegenseitigen Interessenverbund

Zur Protektionismusgefahr im transatlantischen Wirtschaftsraum (2/2)

Fig. 2: Transatlantic direct investment positions

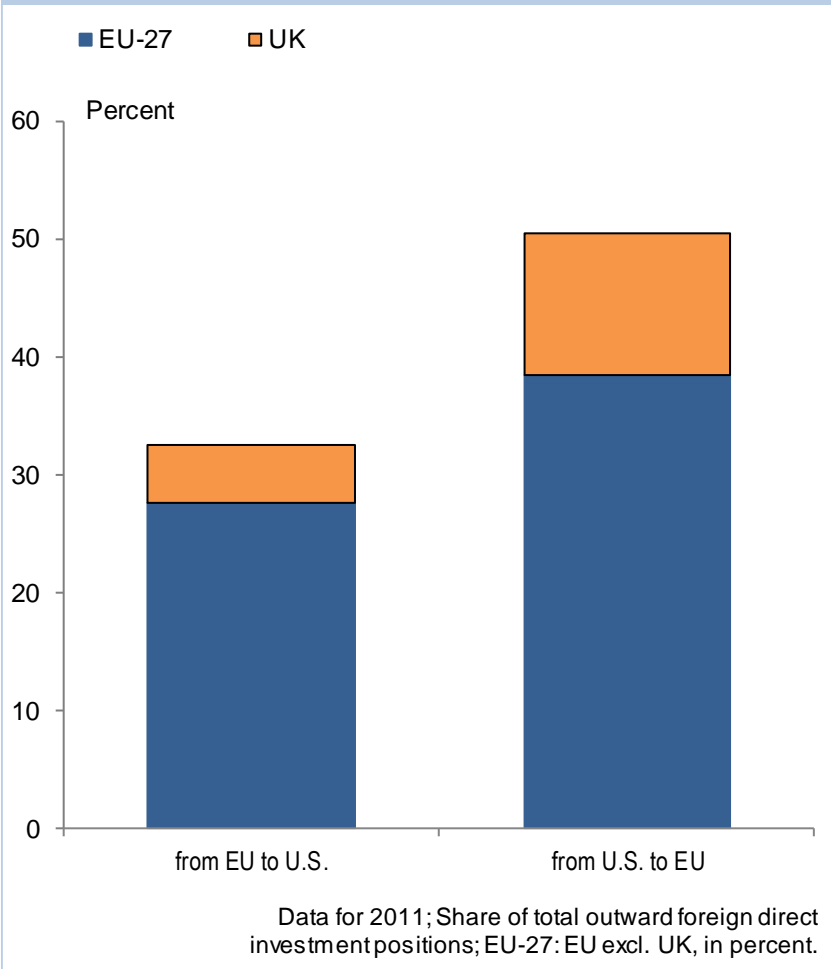
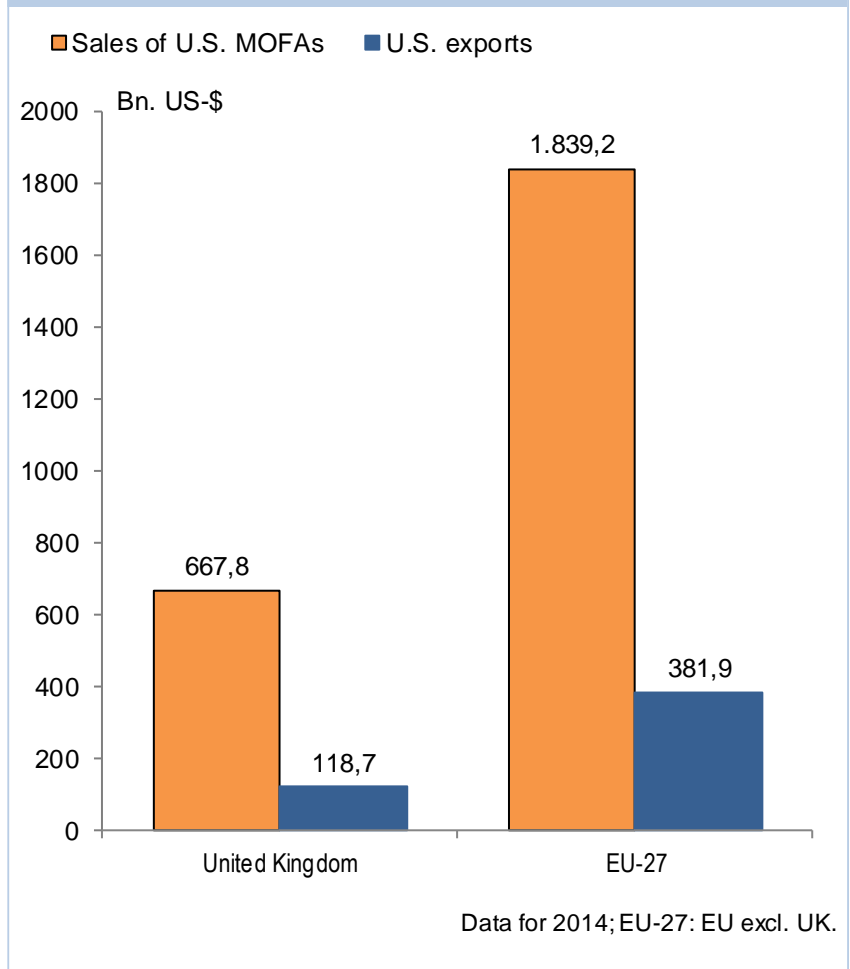
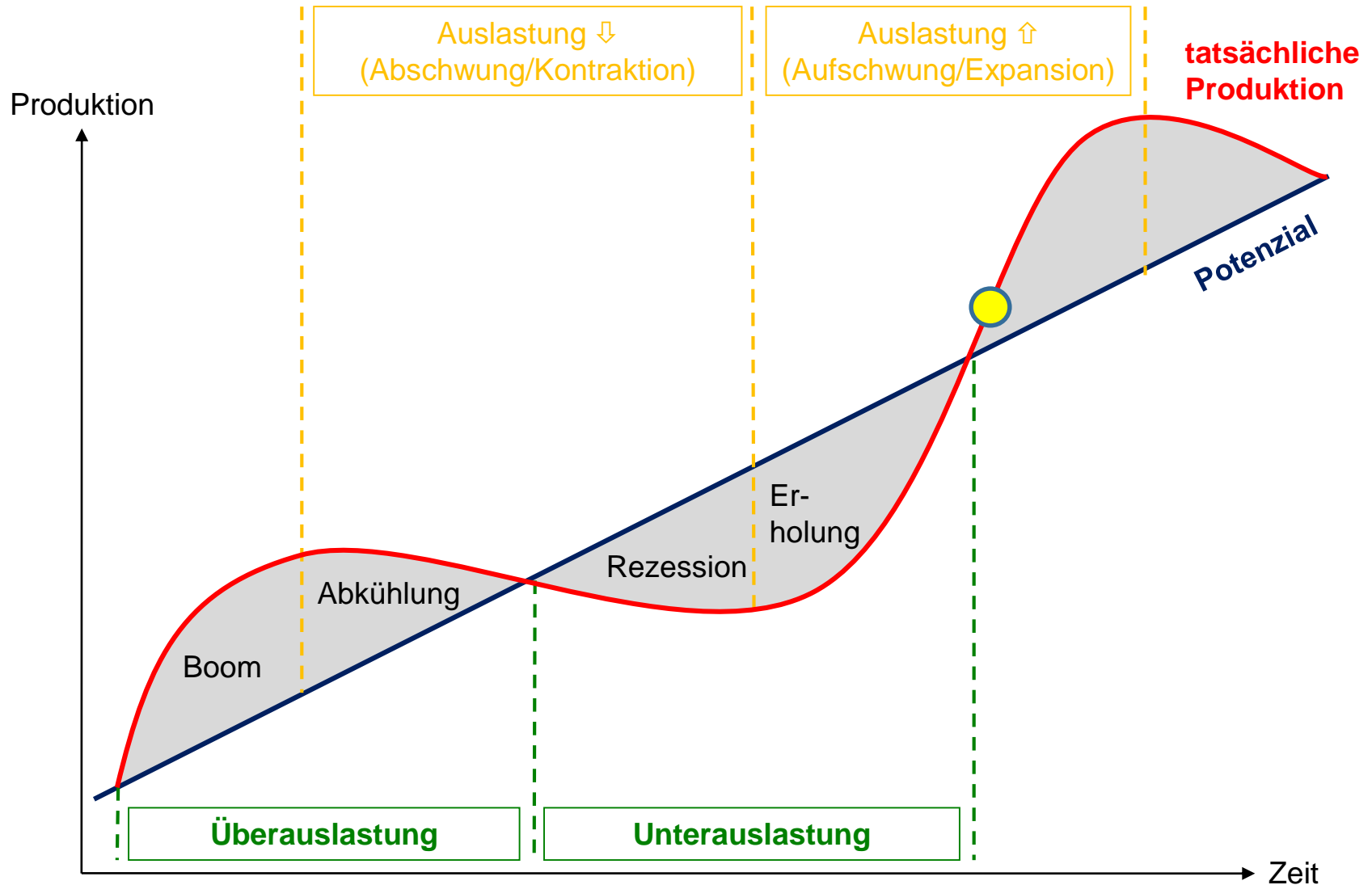


Fig. 3: Importance of the EU Market for the U.S.



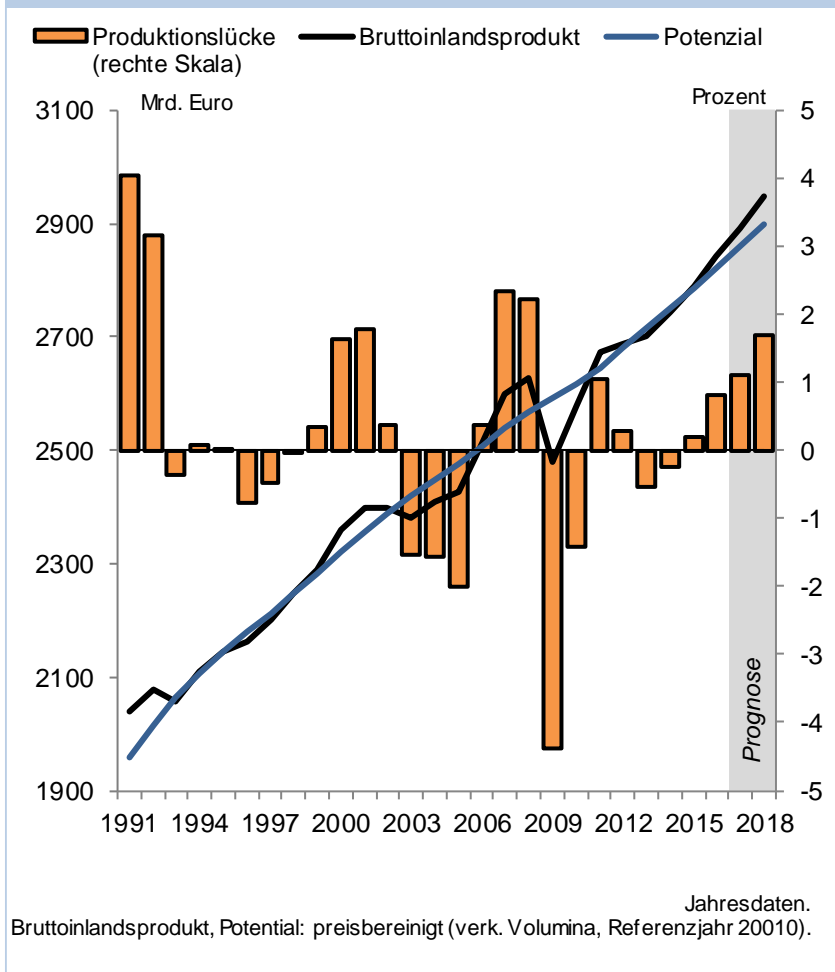
Deutsche Konjunktur

Wachstum und Konjunktur: Potenzial vs. Auslastung



Deutsche Wirtschaft auf Expansionskurs („Kaugummi-Konjunktur“)

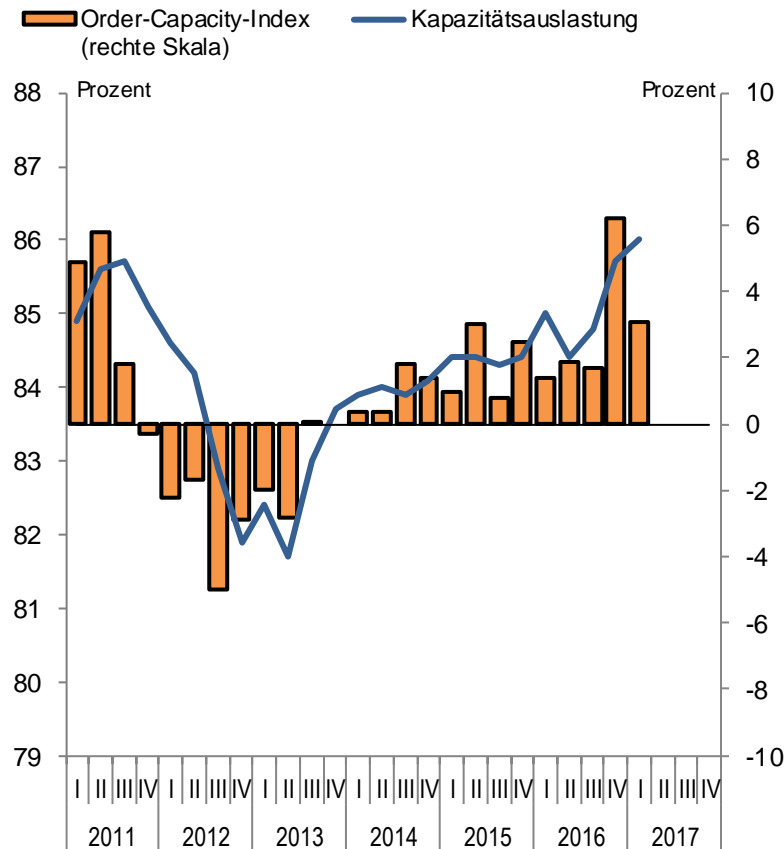
Potential und Produktion



- Gedehnter Aufschwung, schwaches Zyklusmuster
- Potenzialwachstum stützt sich (verzögert) auch auf (Flüchtlings-) Migration
 - » 2015: + 331.000
 - » 2016: + 511.000
 - » 2017: + 313.000
 - » 2018: + 213.000
- Bereits leichte Überauslastung

Kapazitätsanspannung nimmt zu

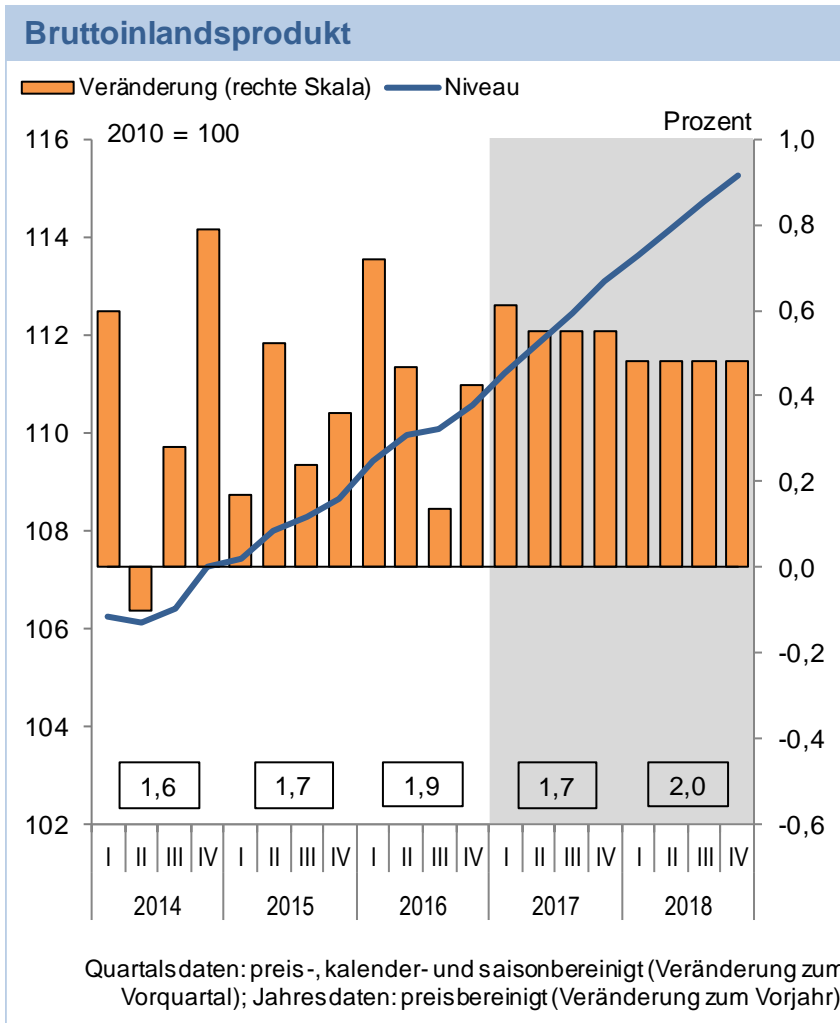
Kapazitätsauslastung



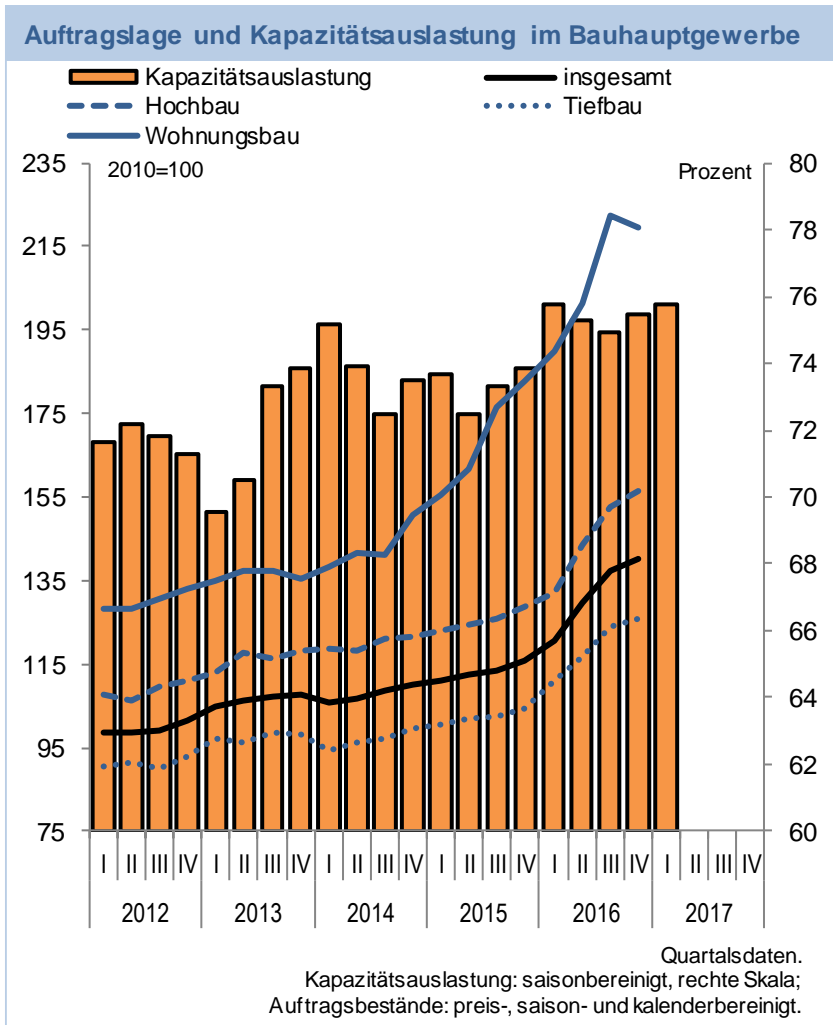
Quartalsdaten, saisonbereinigt;
Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe (Achse schneidet bei
Normalauslastung).

- **Verarbeitendes Gewerbe**
 - » Auslastung mit Aufwärtstrend, Überauslastung seit gut zwei Jahren ...
 - » ... Auftragseingang übersteigt Kapazitäten
- **Bauwirtschaft**
 - » Auslastung auf Rekordniveau
- **Dienstleistungen**
 - » ifo Nachfragemangel auf niedrigstem Niveau seit 2005
- **Aufnahmefähiger Arbeitsmarkt**

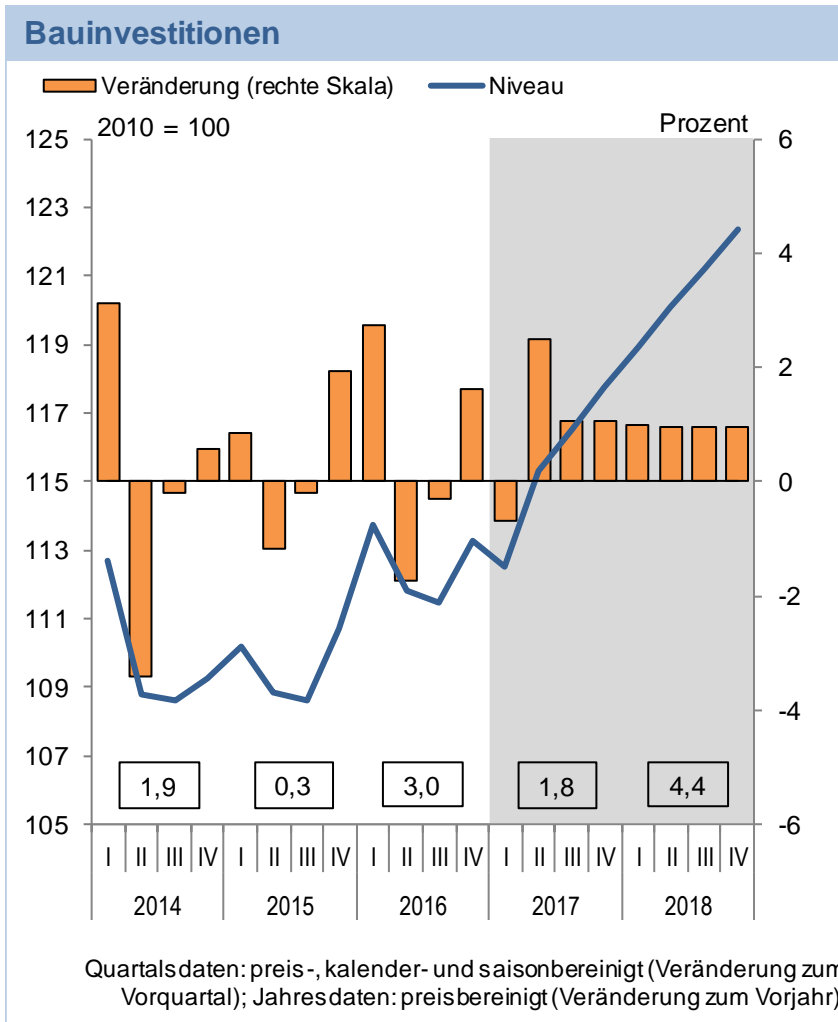
Viel Schwung zum Jahreswechsel 2016/2017



- Aufgehelltes Geschäftsklima
 - » ifo Lage auf 6-Jahreshoch
 - » ifo Erwartungen ab August deutlich verbessert
- Auftragseingänge merklich aufwärtsgerichtet
- Industrieproduktion zeigt ab 2012 im Trend nach oben
- 2017: dämpfender Kalender-effekt (0,3 Prozentpunkte)

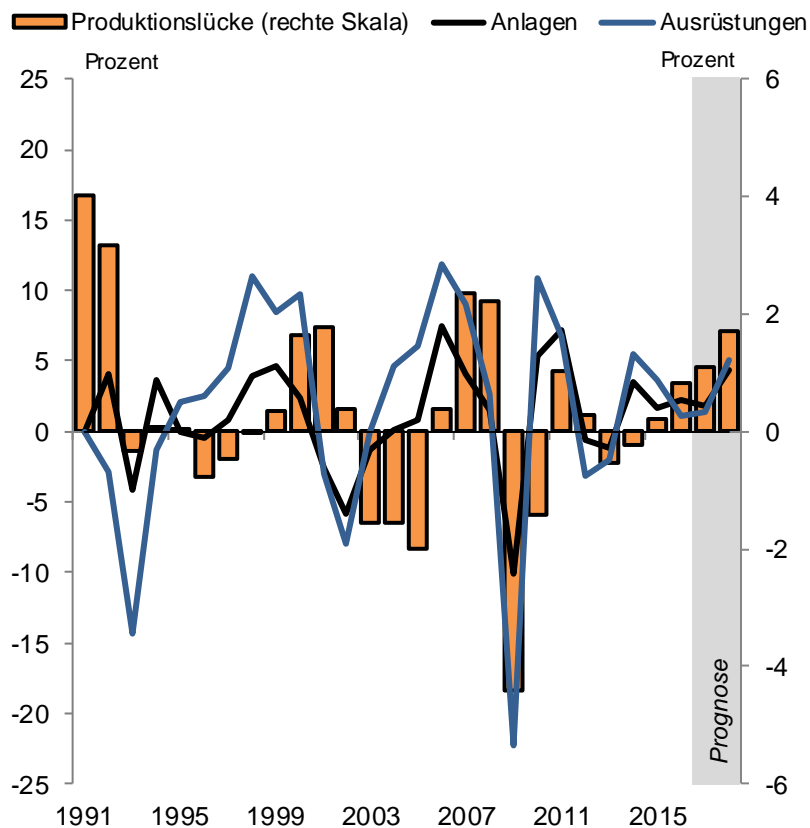


- Kapazitätsauslastung auf Rekordniveau
- Auftragsbücher schwellen an
 - » Insgesamt: Anstieg um 21 % gegenüber Vorjahr (Q4)
 - » Wohnungsbau: Seit zwei Jahren mit zweistelligen Zuwachsraten
- Preisauftrieb
 - » Wertschöpfung: Seit zwei Jahren > 5 Prozent
 - » Bestandstransaktionen (vdp)
 - 2014: + 3,1 %
 - 2015: + 4,5 %
 - 2016: + 5,8 % (Q1 bis Q3)



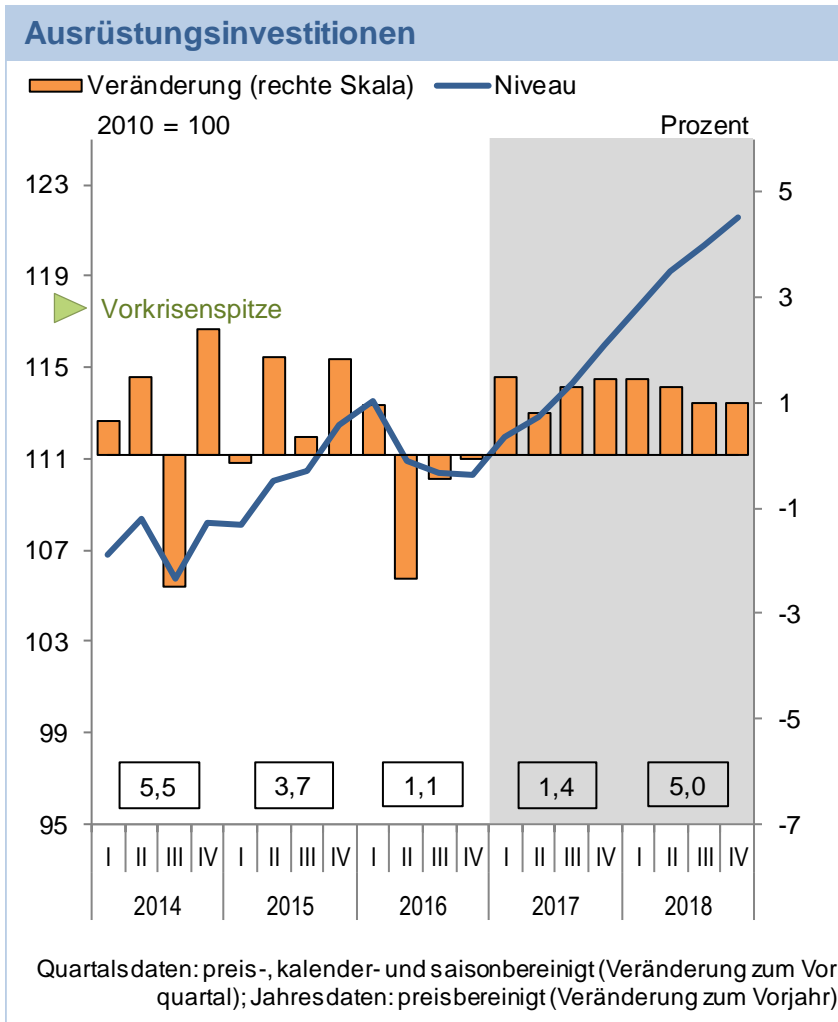
- Wohnungsbau als Treiber
 - » Hypothekenkredite historisch niedrig verzinst
 - » Dynamischer Arbeitsmarkt
- Gute Kassenlage stärkt öffentliche Bautätigkeit
- Expansionsbeiträge
 - » 2016: 0,3 Prozentpunkte
 - » 2017: 0,3 Prozentpunkte
 - » 2018: 0,4 Prozentpunkte

Investitionszyklen



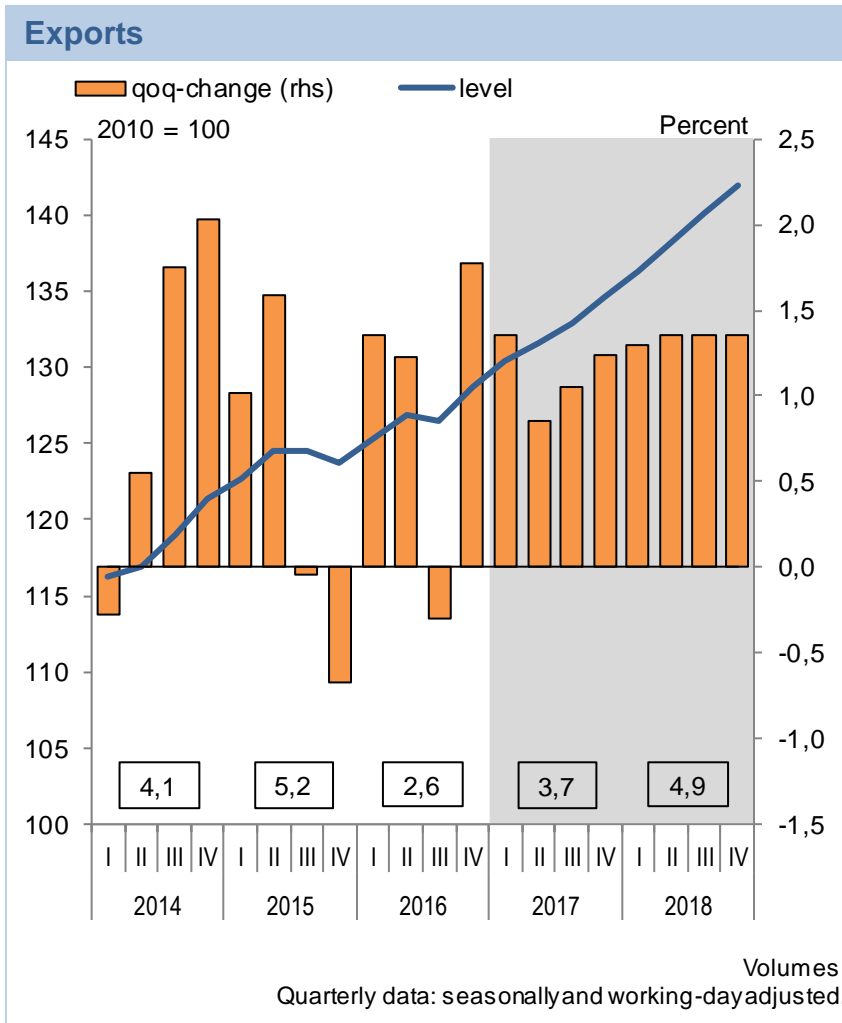
Jahresdaten.
Anlagen, Ausrüstungen: preisbereinigt, Veränderung gegenüber Vorjahr;
Produktionslücke: in Prozent des Produktionspotenzials.

- Insgesamt schwach ausgeprägtes Zyklusmuster
- Anlageinvestitionen gewinnen nur allmählich an Fahrt



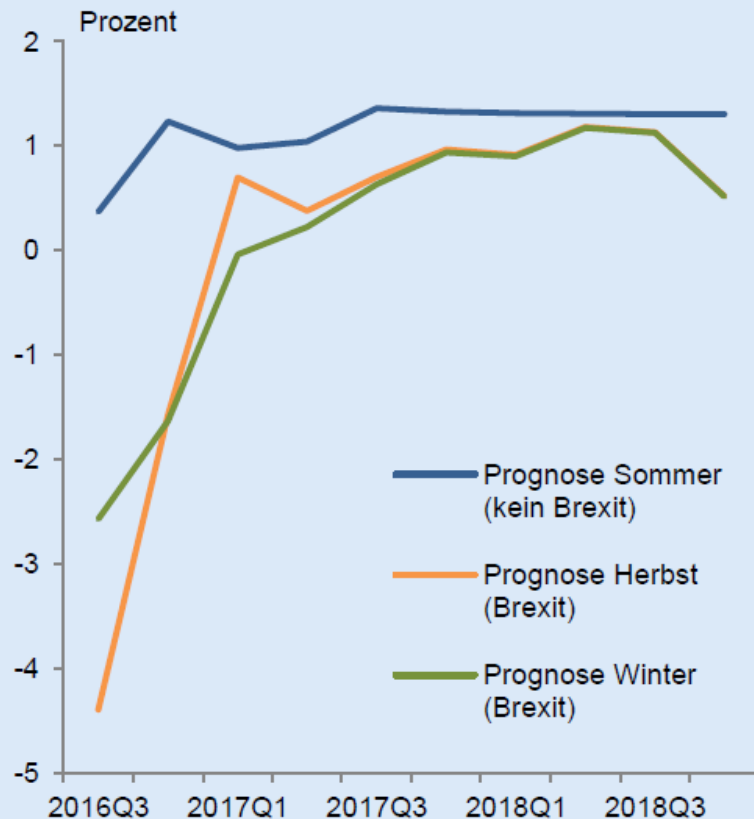
- Jahreswert 2017
 - » Unterhang (- 0,5 pp)
 - » Kalendereffekt (- 0,8 pp)
- 2018 Überschreiten des Vorkrisenniveaus
- Schwaches Zyklusmuster
- Finanzierung
 - » historisch günstige Konditionen
 - » kaum Restriktionen
- Geringe Marktunsicherheit, aber erhöhte Politikunsicherheit
- Vorbote des demografischen Wandels (Fachkräfteknappheit)?

Exporte legen einen Gang zu



- Auftragseingang zieht an
- Deutsche Absatzmärkte
 - » geringere Unsicherheit
 - » spürbare Klimaverbesserung
- Exportmärkte
 - » 2016: + 2,0 Prozent
 - » 2017: + 2,2 Prozent
 - » 2018: + 2,3 Prozent
- Risiken/Unsicherheit
 - » Brexit
 - » Neoprotektionismus

Ausfuhren in das Vereinigte Königreich 2016–2018

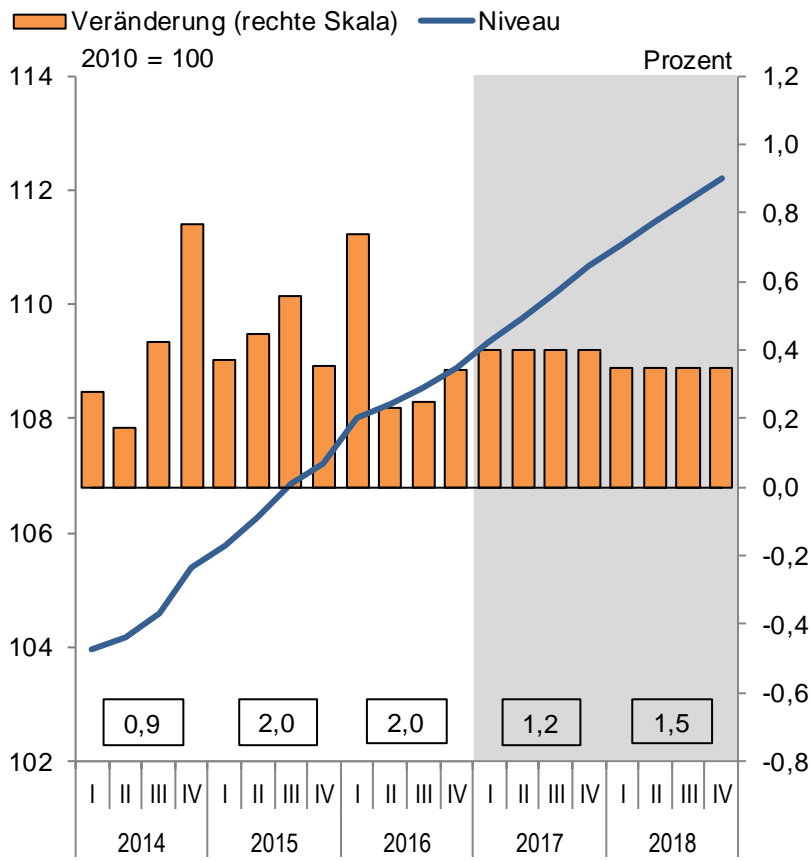


Veränderung gegenüber dem Vorquartal in Prozent. Prognose Sommer: Juni 2016, vor Brexit-Votum, Prognose Herbst: September 2016, nach Brexit-Votum. Prognose Winter: Dezember 2016, inklusive Daten für 2016Q3.

- **Länderspezifische Exportfunktion**
 - » UK-BIP
 - » Wechselkurs GBP/EUR
- **UK-BIP [Herbstprognose]**
 - » 2016: + 2,0 % [+ 1,6 %]
 - » 2017: + 1,2 % [+ 0,6 %]
 - » 2018: + 1,6 % [+ 1,6 %]
- **Deutlich stärkere Pfund-Abwertung: 8 + 3,5 Prozent**
- **UK-Exporteffekt (kumuliert)**
 - » 2016: – 2,2 %
 - » 2017: – 8,2 %
 - » 2018: – 10,0 %
- **BIP-Effekt (kumuliert) < 0,5 %**

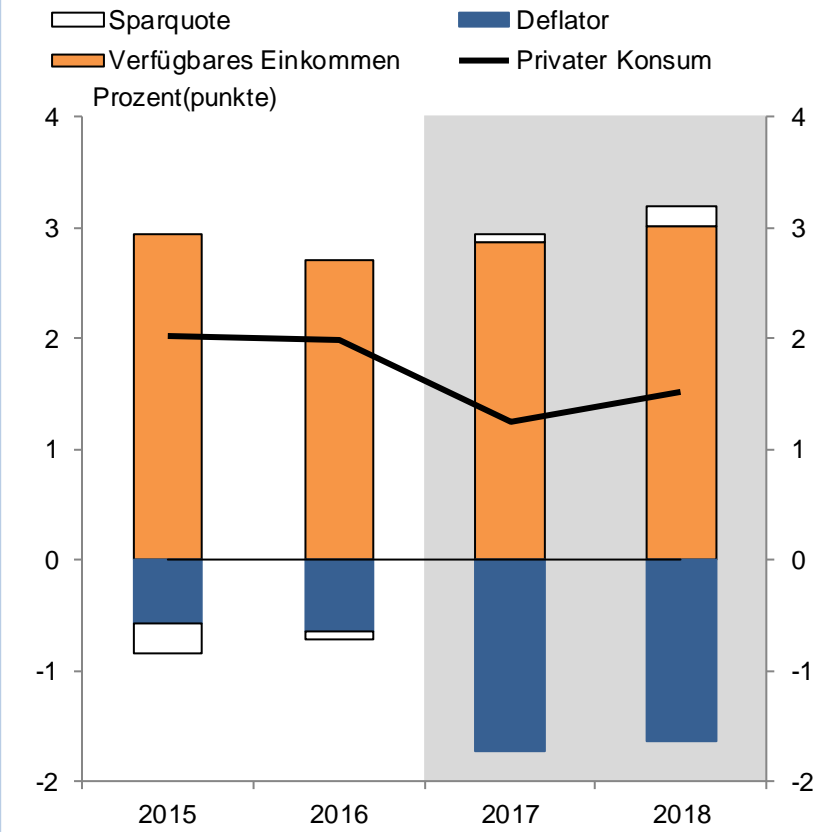
Ölpreis dämpft Konsumdynamik

Private Konsumausgaben



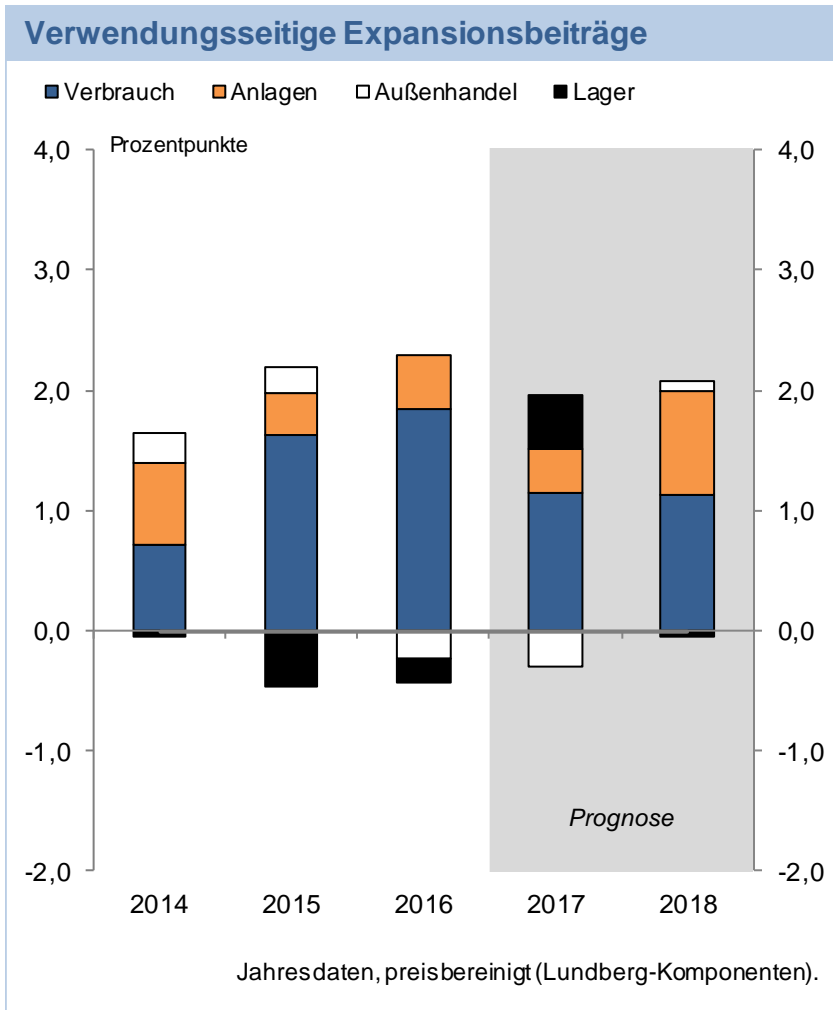
Quartalsdaten, preis-, kalender- und saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal, Jahresrate (gerahmt).

Beiträge zur Veränderung des privaten Konsums



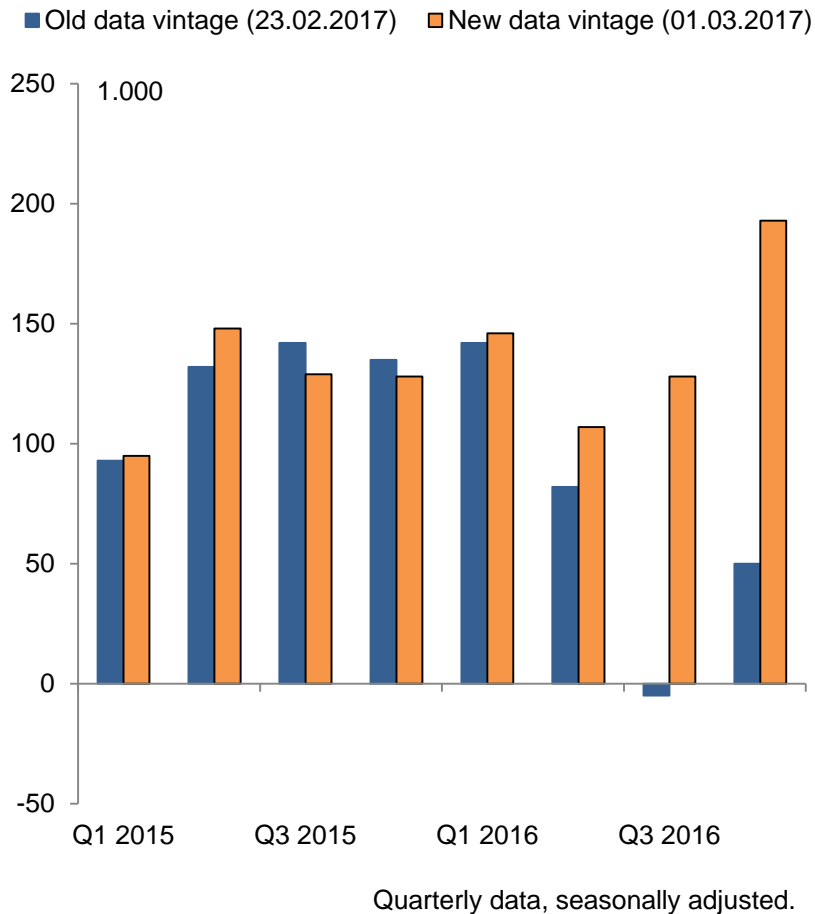
Jahresdaten; verfügbares Einkommen einschließlich Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche, Privater Konsum: preisbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Ausführ- und binnenwirtschaftlich gestützter Aufschwung



- 2015/2016 kräftigster Konsumanstieg seit 15 Jahren
- Investive Säule gewinnt nach und nach an Gewicht

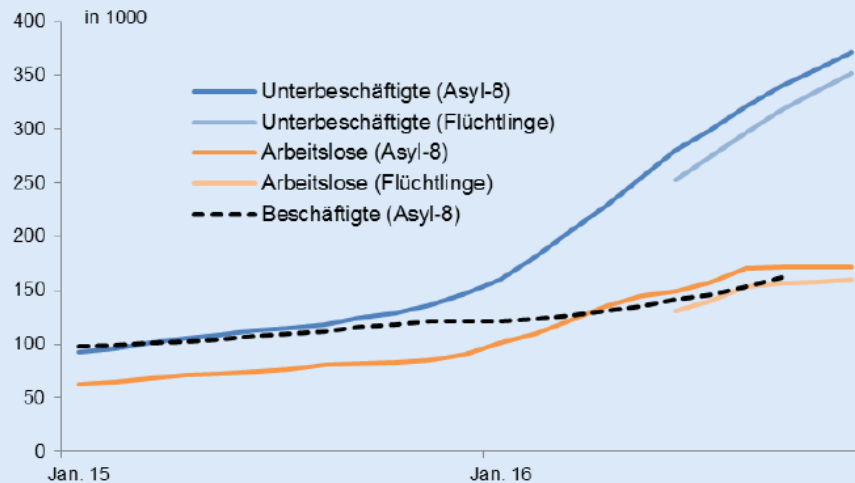
Revision of employment numbers, 2015-2016



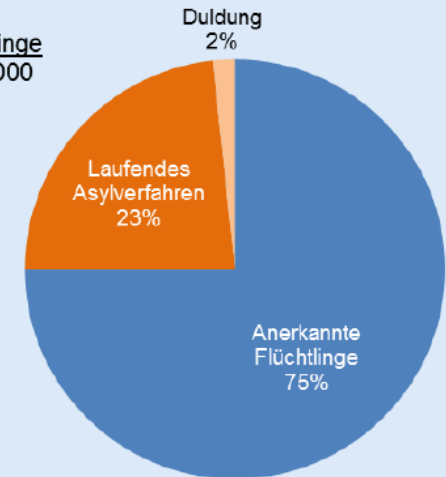
- **Erwerbstätige**
 - » 2016: + 419.000
 - » 2017: + 406.000
 - » 2018: + 449.000
- **Effektivlöhne (Stundenkonzept)**
 - » 2016: + 2,7 %
 - » 2017: + 3,3 %
 - » 2018: + 3,0 %
- **Arbeitslosenquote [vs. Erwerbslosenquote]**
 - » 2016: 6,1 % [4,0 %]
 - » 2017: 5,7 % [3,4 %]
 - » 2018: 5,5 % [3,1 %]

Flüchtlinge kommen nach und nach am Arbeitsmarkt an

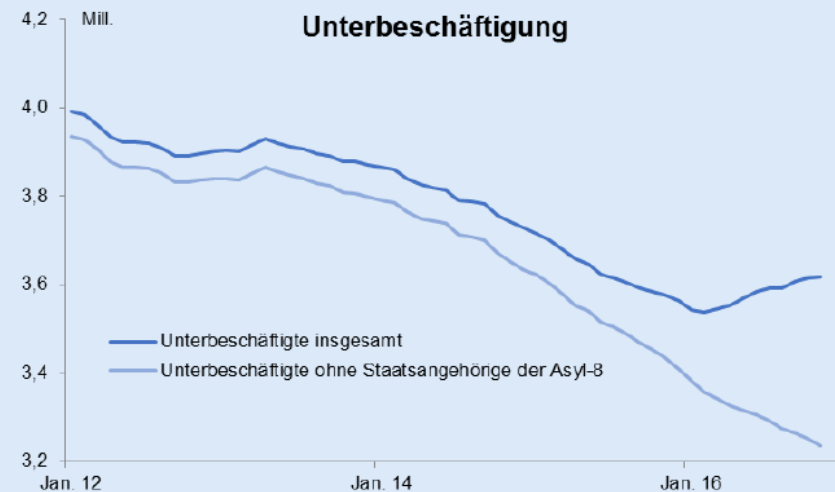
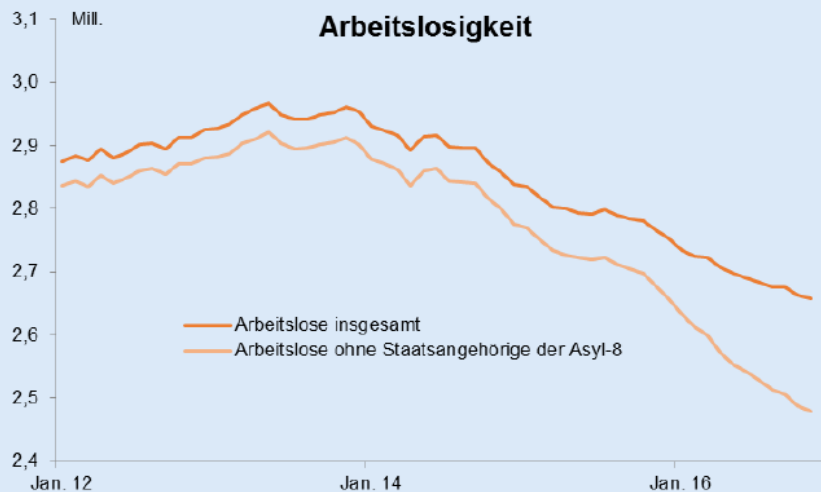
Unterbeschäftigte, arbeitslose und beschäftigte Flüchtlinge 2015-2016



Arbeitslose Flüchtlinge
(Nov 2016): 160 000

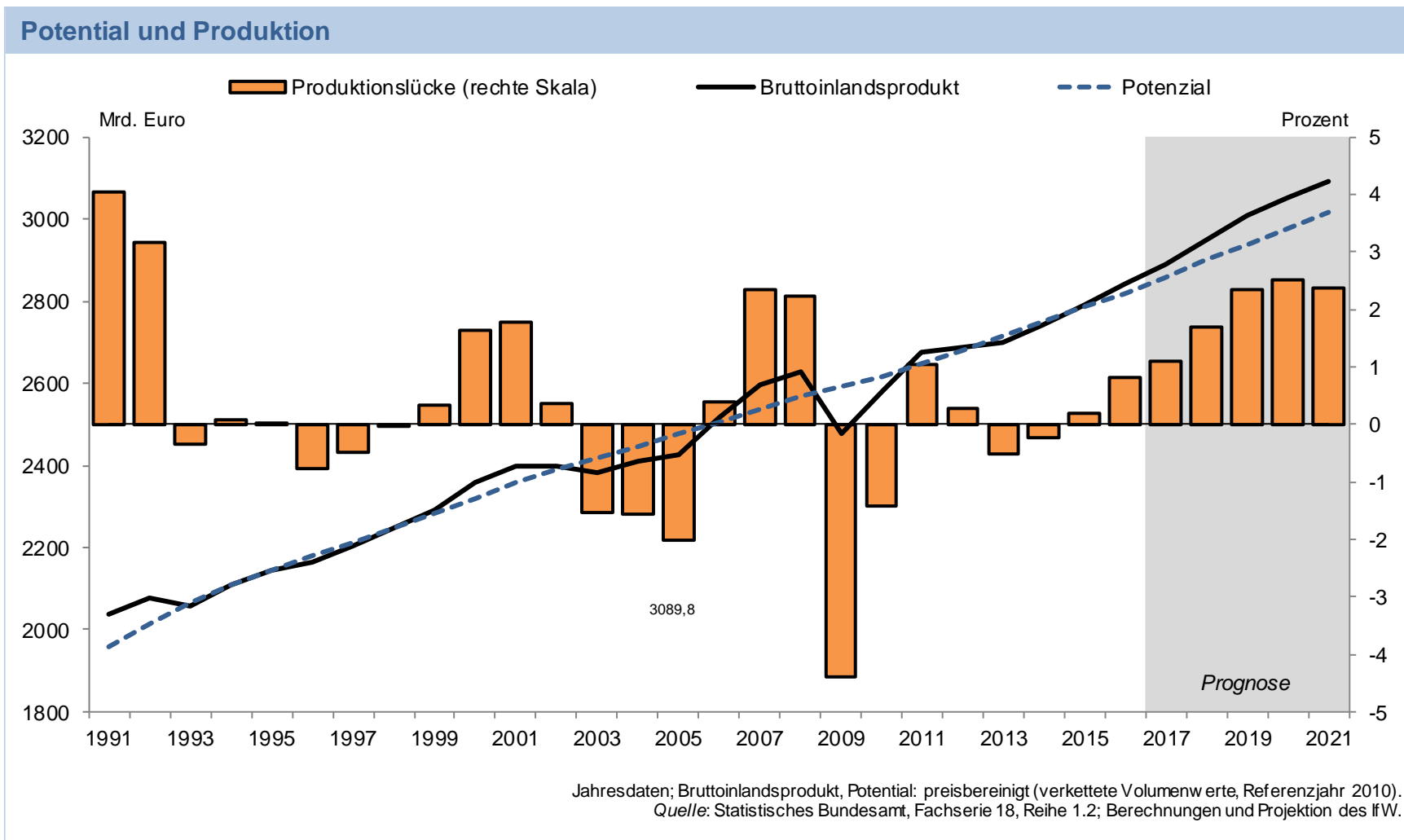


Einfluss der Flüchtlinge auf Arbeitslosigkeit und Unterbeschäftigung 2012-2016



| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|---|--------|--------|--------|--------|
| BIP (%) | + 1,7 | + 1,9 | + 1,7 | + 2,0 |
| BIP-Deflator (%) | + 2,0 | + 1,4 | + 1,2 | + 1,9 |
| Verbraucherpreise (%) | + 0,2 | + 0,5 | + 1,8 | + 1,9 |
| Lohnstückkosten, Stundenbasis (%) | + 1,5 | + 1,4 | + 1,8 | + 1,7 |
| Erwerbstätige (1000 Personen) | 43.057 | 43.476 | 43.882 | 44.331 |
| Arbeitslose (1000 Personen) | 2.793 | 2.689 | 2.558 | 2.481 |
| Öffentlicher Finanzierungssaldo (% des BIP) | 0,7 | 0,8 | 0,6 | 0,6 |
| Leistungsbilanzsaldo (% des BIP) | 8,6 | 8,3 | 7,6 | 7,6 |

Mittelfristig droht Überhitzung



- Geldpolitik weiterhin im Ausnahmezustand
 - » Preis- und Produktionsstrukturverzerrung
 - Kapitalstock
 - Wechselkurs
 - » Finanzstabilität
 - Verringerte Risikoprämien („Insolvenzflaute“, gehemmter Strukturwandel)
 - Übermäßige Fristentransformation
- Gefahr der Wachstumsüberschätzung
 - » Randwertproblem (verfahrensbedingt prozyklisch)
 - » Demografisches Zwischenhoch
- Geringer wachstumspolitischer Elan
- Ruf nach Konjunkturprogrammen im EWU-Kontext
- Neoprotektionistische Tendenzen in der Weltwirtschaft

Institut
für Weltwirtschaft



ISW

Institute
for the World Economy

ISW

