

Der Open-Access-Publikationsserver der ZBW – Leibniz-Informationzentrum Wirtschaft
The Open Access Publication Server of the ZBW – Leibniz Information Centre for Economics

Dovern, Jonas; Gern, Klaus-Jürgen; Jannsen, Nils; van Roye, Björn; Sander, Birgit; Scheide, Joachim; Tesfaselassie, Mewael F.

Research Report

Weltwirtschaftliche Dynamik flaut ab

Provided in cooperation with:

Institut für Weltwirtschaft (IfW)

Suggested citation: Dovern, Jonas; Gern, Klaus-Jürgen; Jannsen, Nils; van Roye, Björn; Sander, Birgit; Scheide, Joachim; Tesfaselassie, Mewael F. (2007) : Weltwirtschaftliche Dynamik flaut ab, In: Institut für Weltwirtschaft, Kiel (Ed.): Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2007, Iss. 4, pp. 3-32, <http://hdl.handle.net/10419/4139>

Nutzungsbedingungen:

Die ZBW räumt Ihnen als Nutzerin/Nutzer das unentgeltliche, räumlich unbeschränkte und zeitlich auf die Dauer des Schutzrechts beschränkte einfache Recht ein, das ausgewählte Werk im Rahmen der unter

→ <http://www.econstor.eu/dspace/Nutzungsbedingungen> nachzulesenden vollständigen Nutzungsbedingungen zu vervielfältigen, mit denen die Nutzerin/der Nutzer sich durch die erste Nutzung einverstanden erklärt.

Terms of use:

The ZBW grants you, the user, the non-exclusive right to use the selected work free of charge, territorially unrestricted and within the time limit of the term of the property rights according to the terms specified at

→ <http://www.econstor.eu/dspace/Nutzungsbedingungen>
By the first use of the selected work the user agrees and declares to comply with these terms of use.

Weltwirtschaftliche Dynamik flaut ab

Jonas Dovern, Klaus-Jürgen Gern,
Nils Jannsen, Björn van Roye, Birgit Sander,
Joachim Scheide und Mewael Tesfaselassie

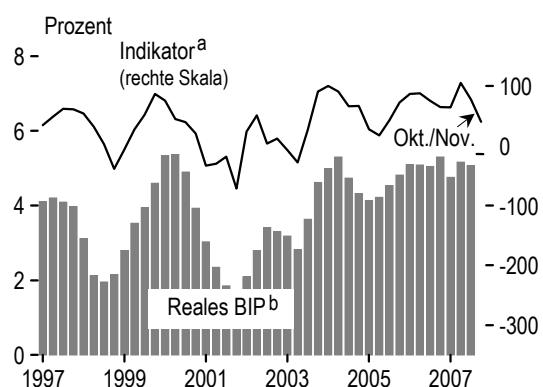
Zusammenfassung:

Die Weltproduktion ist 2007 mit einer Rate von voraussichtlich 5,1 nochmals sehr kräftig gestiegen. Gegen Jahresende hat sich das Konjunkturklima jedoch deutlich eingetrübt, vor allem infolge der Immobilienkrise in den USA. Die Krise an den Finanzmärkten ist noch nicht ausgestanden und wird die konjunkturelle Entwicklung vor allem in den Industrieländern weiter belasten. Wir erwarten, dass die Weltkonjunktur im kommenden Jahr merklich an Schwung verliert. In den Industrieländern dürfte das reale BIP spürbar schwächer steigen als das Produktionspotential. Auch in den Schwellenländern lässt die Dynamik voraussichtlich nach, doch wird der Produktionsanstieg im historischen Vergleich hoch bleiben. Aufgrund der offenbar sehr robusten wirtschaftlichen Dynamik außerhalb der Industrieländer haben wir unsere Prognose für den Zuwachs der Weltproduktion im Jahr 2008 im Vergleich zur Prognose vom September sogar leicht – von 4,4 auf 4,5 Prozent – erhöht. Für das Jahr 2009 ist mit einem Anstieg in ähnlicher Größenordnung zu rechnen.

Der Anstieg der Weltproduktion war im Jahr 2007 wiederum sehr kräftig. Der Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts von schätzungsweise 5 Prozent fiel jedoch etwas niedriger aus als im Jahr 2006 (5,4 Prozent). Im dritten Quartal war wieder eine sehr starke Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts zu verzeichnen (Abbildung 1). Nicht nur die wirtschaftliche Expansion in den Schwellenländern zeigte sich erneut sehr dynamisch; auch der Produktionsanstieg in den Industrieländern zog deutlich an. Das reale Bruttoinlandsprodukt in den G7-Ländern erhöhte sich mit einer laufenden Jahresrate von 3,5 Prozent, nach einem Anstieg um wenig mehr als 2 Prozent im Verlauf des ersten Halbjahres (Abbildung 2). Dabei wurde in allen Regionen ein kräftiger Zuwachs der gesamtwirtschaftlichen Produktion registriert. Besonders stark fiel er in den Vereinigten Staaten aus, aber auch im Euroraum und im Vereinigten Königreich nahm die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung zu.

Allerdings hat sich das Konjunkturklima gegen Jahresende deutlich eingetrübt, vor allem infolge der Immobilienkrise in den Vereinigten Staaten. Der von uns auf Basis von Unternehmensumfragen in 40 Ländern berechnete Indi-

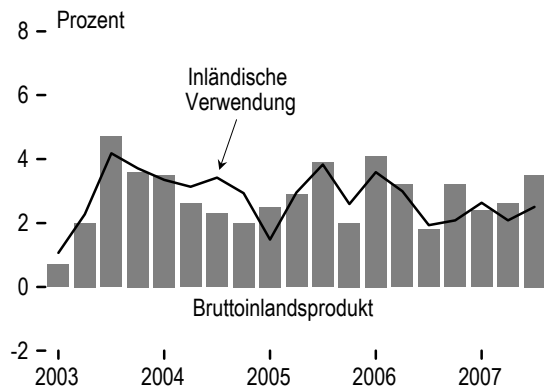
Abbildung 1:
Weltwirtschaftliche Aktivität 1997–2007



^aAuf Basis von 40 Ländern. — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr; berechnet auf der Basis des BIP-Anstiegs in 46 Ländern aggregiert mit Gewichten gemäß Kaufkraftparitäten; 3.Quartal 2007: teilweise geschätzt.

Quelle: OECD (2007b); IMF (2007); nationale Quellen, eigene Berechnungen.

Abbildung 2:
Konjunktur in den G7-Ländern 2003–2007^{a,b}



^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. — ^bVereinigte Staaten, Japan, Kanada, Deutschland, Frankreich, Italien und Vereinigtes Königreich.

Quelle: OECD (2007b); eigene Berechnungen.

kator für den Zuwachs der Weltproduktion, der einen Vorlauf von einem Quartal aufweist (Kasten 1), ist nach der Jahresmitte markant gesunken.

Immobilienkrise in den Vereinigten Staaten überschattet den konjunkturellen Ausblick

Die Schwäche am Immobilienmarkt in den Vereinigten Staaten, die bereits im vergangenen Jahr begonnen hatte und mit der ein zehnjähriger Immobilienboom zu Ende ging, setzte sich im Jahr 2007 ungebremst fort. Nach wie vor ist kein Boden für die Wohnungsbauaktivität in Sicht, und die Preise für Wohnimmobilien sind inzwischen im nationalen Durchschnitt deutlich rückläufig. Angesichts dieser Tendenzen ist die Wahrscheinlichkeit gestiegen, dass die Schwäche im Immobiliensektor auf die Gesamtwirtschaft übergreift, vor allem weil mit einer deutlichen Beeinträchtigung des Konsums der privaten Haushalte zu rechnen ist. Eine ausgeprägte Nachfrageschwäche in den Vereinigten Staaten würde angesichts der Bedeutung dieses Marktes für die Weltwirtschaft – reichlich ein Viertel der globalen Nachfrage wird in den Vereinigten Staaten generiert – die Kon-

junktur auch in der übrigen Welt spürbar dämpfen.

Zudem ist die Krise an den internationalen Finanzmärkten, die im Spätsommer durch die Neubewertung von mit US-amerikanischen Hypotheken besicherten Wertpapieren ausgelöst wurde, noch nicht ausgestanden. Die Störungen am Geldmarkt sind bislang nicht abgeklungen; nach wie vor stellen sich die Banken gegenseitig Liquidität allenfalls mit erheblichen Zinsaufschlägen zur Verfügung. Hinzu kommt, dass der Markt für Kreditverbriefungen praktisch zum Erliegen gekommen ist. Beides bedeutet, dass die Refinanzierungskosten der Banken deutlich höher sind, als es die aktuellen Zinsen für Zentralbankgeld in normalen Zeiten erwarten ließen. Einer spürbaren Erhöhung der Finanzierungskosten für Haushalte und Unternehmen wirkte allerdings entgegen, dass die langfristigen Zinsen als Folge einer Flucht in Sicherheiten und gedrückter Konjunkturerwartungen gesunken sind. Aus demselben Grund hielt sich auch der Anstieg der Renditen auf risikobehaftete Anleihen trotz deutlich erhöhter Risikoprämien in engen Grenzen.

Die Notenbanken in den Vereinigten Staaten, im Euroraum und – in geringerem Umfang – auch in Japan reagierten zunächst, indem sie zusätzliche Liquidität in beträchtlicher Höhe zur Verfügung stellten. Außerdem verzichteten die EZB und die Bank von Japan auf eine zuvor signalisierte Zinsanhebung. Die Bank von England senkte den Leitzins Anfang Dezember um 25 Basispunkte. Die US-Notenbank reduzierte ihren Leitzins bereits im Herbst in zwei Schritten um 75 Basispunkte, um negativen Effekten der Finanzmarktkrise zu begegnen. Dies trug zusammen mit der Wahrnehmung erhöhter Risiken für die US-Konjunktur dazu bei, dass der US-Dollar gegenüber den anderen großen Weltwährungen erheblich an Wert verlor (Abbildung 3): Gegenüber Euro und Yen wertete er zwischen Juni und Dezember um jeweils rund 10 Prozent ab, gegenüber Pfund Sterling und Schweizer Franken war die Abwertung nur wenig schwächer. Durch diese Entwicklung verschlechterte sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Produzenten in den Aufwertungsländern, mit der Folge, dass die Konjunktur

Kasten 1:

Zur Nützlichkeit von Indikatoren für die Einschätzung der aktuellen Lage der Weltwirtschaft

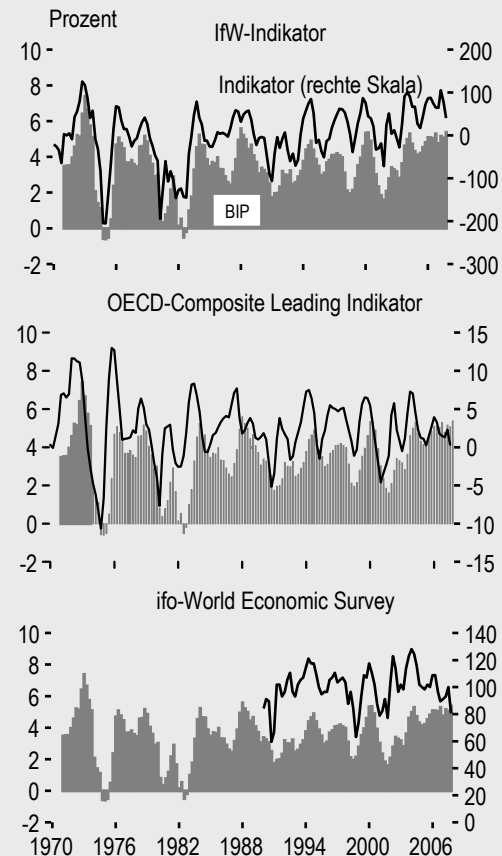
Amtliche Statistiken über die wirtschaftliche Entwicklung stehen erst mit Verzögerung zur Verfügung. In einigen Schwellenländern liegt diese Publikationsverzögerung noch höher als in den meisten Industrieländern, so dass es besonders schwer fällt, die globale Produktionsentwicklung zeitnah einzuschätzen. Frühindikatoren oder aus Umfragedaten ermittelte Einschätzungen der wirtschaftlichen Lage bieten sich an, um den jeweils aktuellen Anstieg des weltweiten Bruttoinlandsprodukts (BIP) zu schätzen, über den noch keine amtlichen Informationen vorliegen.

In diesem Beitrag sollen drei Indikatoren näher analysiert werden. Wir untersuchen den Frühindikator (*composite leading indicator*) der OECD,^a den Geschäftserwartungsindikator für die Weltwirtschaft aus dem *World Economic Survey* des CESifo-Instituts sowie einen neuen vom Institut für Weltwirtschaft berechneten Indikator, der auf verschiedenen Umfragen zur wirtschaftlichen Lage in den wichtigsten Ländern basiert.^b Als Referenzzeitreihe dient die Veränderung (Vorjahresvergleich) des weltweiten Bruttoinlandsprodukts, berechnet auf Basis von 46 Ländern.

Abbildung K1-1 zeigt, dass alle Indikatoren jeweils eine gewisse Synchronität mit der wirtschaftlichen Entwicklung aufweisen. Für alle weiteren Analysen ist zu beachten, dass die Stichprobe für den ifo-Indikator den Zeitraum 1990Q1–2007Q3 umfasst, während für die anderen beiden Indikatoren Daten ab 1970Q1 vorliegen. Eine Analyse der Kreuzkorrelationen zwischen den Indikatoren und den Veränderungsraten des globalen BIP zeigt, dass der IfW-Indikator die höchste Korrelation aufweist (Tabelle K1-1). Allerdings wird diese für den kontemporären Wert des Indikators erreicht, während die Indikatoren des CESifo und der OECD einen Vorlauf von einem bzw. zwei Quartalen aufweisen; für die Schätzung der laufenden Entwicklung (Einschrittprognosen) muss dies jedoch nicht zwingend einen relativen Nachteil für den IfW-Indikator bedeuten.

Ein formaler Test, mit dem sich abschätzen lässt, welcher Indikator einen zusätzlichen Informationsgehalt für kurzfristige Prognosen der wirtschaftlichen Entwicklung hat, ist der Granger-Kausalitäts-Test (vgl. Granger 1969). Die Hypothese, dass der Indikator keine Vorhersagekraft für den Anstieg des weltweiten BIP hat, kann im Fall des IfW-Indikators und des Indikators der OECD deutlich abgelehnt werden (Tabelle K1-2). Für den CESifo-Indikator ist dies nicht der Fall. In anderer Richtung liegt in keinem der Fälle Evidenz für Granger-Kausalität vor, wenn man von einem 5%-Signifikanzniveau ausgeht.

Abbildung K1-1:
Globale Wirtschaftsleistungⁱ und Konjunkturindikatoren 1971–2007



ⁱVeränderung des weltweiten Bruttoinlandsprodukts zum Vorjahresquartal, berechnet auf Basis von 46 Ländern.

Quelle: OECD (2007b); CESifo (lfd. Jgg.); eigene Berechnungen.

Weltwirtschaftliche Dynamik flaut ab

Tabelle K1-1

Kreuzkorrelationen zwischen Indikatoren und dem Anstieg des globalen Bruttoinlandsprodukts

Vor-/Nachlauf	IFW ⁱ	CESifo ⁱⁱ	OECD ⁱ
4	0,22	0,08	0,52
3	0,45	0,17	0,71
2	0,67	0,25	0,78
1	0,82	0,29	0,69
0	0,85	0,26	0,45
-1	0,74	0,16	0,12
-2	0,58	0,03	-0,15
-3	0,40	-0,09	-0,34
-4	0,19	-0,16	-0,42

ⁱStützzeitraum 1970Q1 bis 2007Q3. — ⁱⁱStützzeitraum 1990Q1 bis 2007Q3.

Tabelle K1-2

Granger-Kausalitätstests

	IFW ⁱ	CESifo ⁱⁱ	OECD ⁱ
H ₀ : Indikator bedingt nicht BIP ⁱⁱⁱ	3,002*** (0,00)	1,473 (0,18)	8,598*** (0,00)
H ₀ : BIP bedingt nicht Indikator ⁱⁱⁱ	1,716* (0,07)	1,363 (0,23)	1,362 (0,19)

ⁱStützzeitraum 1970Q1 bis 2007Q3. — ⁱⁱStützzeitraum 1990Q1 bis 2007Q3. — ⁱⁱⁱ*,**,* zeigen 10%-, 5%- und 1%-Signifikanzniveau an (marginale Signifikanzniveaus in Klammern).

Die Fähigkeit, gute Prognosen für die aktuelle wirtschaftliche Entwicklung zu liefern, wird allerdings am besten durch eine Analyse der *Out-of-sample*-Prognoseeigenschaften untersucht. Hierzu wurden rekursive Einschrittprognosen für den Zeitraum 2000Q1 bis 2007Q3 erstellt. Die zugrunde liegenden Modelle^c

$$y_t = \beta_0 + \sum_{i=1}^2 \beta_i y_{t-i} + \sum_{j=0}^1 \alpha_j I_{t-j} + \varepsilon_t,$$

wurden rekursiv auf Basis der gesamten bis zum jeweiligen Prognosezeitpunkt zur Verfügung stehenden Stichprobe mit Hilfe der Kleinste-Quadrate-Methode geschätzt. Als Referenzmodell für die Evaluierung der Prognosefähigkeit dient ein eingeschränktes Modell, bei dem $\alpha_0 = \alpha_1 = 0$ gesetzt ist. Schon ein Blick auf die üblicherweise betrachteten Gütemaße, den mittleren absoluten Fehler (MAE) und die Wurzel des mittleren quadrierten Fehlers (RMSE) zeigt, dass die Indikatormodelle jeweils bessere Einschrittprognosen liefern als das einfache autoregressive Modell (Tabelle K1-3). Um die relative Prognosefähigkeit verschachtelter Modelle statistisch zu testen, bietet sich der Test von Clark und McCracken (2001) an. Die Nullhypothese ist hier, dass zwei Modelle Prognosen von gleicher Güte liefern. Als Alternative wird angenommen, dass das unbeschränkte Modell (hier das jeweilige Indikatormodell) bessere Prognosen liefert. Die Teststatistiken im unteren Teil von Tabelle K1-3 weisen deutlich darauf hin, dass die Prognosen der Indikatormodelle jenen des autoregressiven Modells signifikant überlegen sind.

Tabelle K1-3

Prognoseleistung der Indikatoren

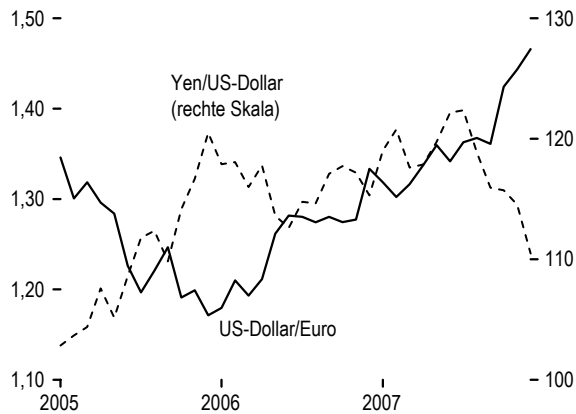
	IFW ⁱ	CESifo ⁱⁱ	OECD ⁱ	AR ⁱ
RMSE	1,27	1,34	1,30	1,44
MAE	1,00	1,04	1,02	1,09
ENC-F ^{iii,iv,v}	5,819***	2,886***	3,943***	—

ⁱStützzeitraum 1970Q1 bis 2007Q3 — ⁱⁱStützzeitraum 1990Q1 bis 2007Q3. — ⁱⁱⁱTest nach Clark und McCracken (2001). — ^{iv}Kritische Werte für den ENC-F-Test sind 10%: 0,818; 5%: 1,180; 1%: 2,106 für Nils und OECD und 10%:1,402; 5%: 2,083; 1%: 3,714 für ifo. — ^v*,**,* zeigen 10%-, 5%- und 1%-Signifikanzniveau an.

Es lässt sich also schlussfolgern, dass alle drei Indikatoren nützlich sind, um das aktuelle weltwirtschaftliche Wachstum zu schätzen, für das noch keine offiziellen Statistiken vorliegen.

^aDieser Frühindikator bezieht sich zwar explizit auf das Aggregat der Mitgliedsstaaten der OECD; es ist allerdings a priori wegen des großen Gewichts, das diesem Wirtschaftsraum auch im globalen Kontext zukommt, zu erwarten, dass er eine gute Einschätzung der weltweiten wirtschaftlichen Entwicklung bietet. — ^bDer Index berücksichtigt die folgenden Länder: Australien, Belgien, Brasilien, Bulgarien, China, Dänemark, Deutschland, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Japan, Kanada, Lettland, Litauen, Mexiko, Niederlande, Norwegen, Österreich, Polen, Portugal, Rumänien, Russland, Schweden, Schweiz, Singapur, Slowakei, Slowenien, Spanien, Südafrika, Südkorea, Thailand, Tschechien, Türkei, Ungarn, Vereinigte Staaten, Vereinigtes Königreich und Zypern. — ^c y_t bezeichnet die Veränderungsrate des globalen BIP, I_t steht für den jeweiligen Indikator und es wird unterstellt, dass die Störterme ε_t iid $N(0, \sigma^2)$ verteilt sind.

Abbildung 3:
Bilaterale Wechselkurse des US-Dollar zu Euro und Yen 2005, 2006 und 2007



Quelle: IMF (2007).

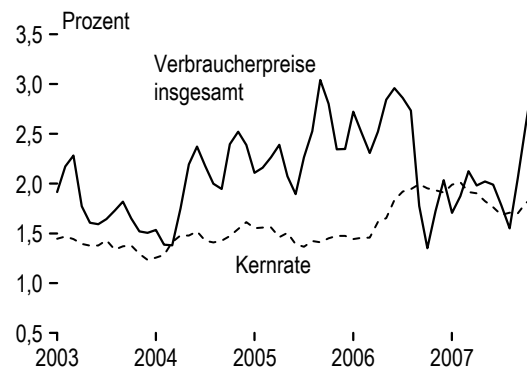
vonseiten der Außenwirtschaft dort weniger Anregungen erhält. Auf der anderen Seite wirkt sich die Aufwertung günstig auf das Preisklima in den Aufwertungsländern aus, da der Importpreisanstieg gedämpft wird. Auch ist zu bedenken, dass die Abwertung des Dollar offenbar wesentlich das Resultat einer lockeren Geldpolitik ist. Simulationsrechnungen mit dem makroökonomischen Weltmodell NiGEM zeigen, dass eine Dollarabwertung deutlich weniger restriktiv auf die Konjunktur in den Aufwertungsländern wirkt, wenn sie durch eine verstärkte monetäre Expansion bedingt ist, als wenn sie durch einen Vertrauensverlust der Investoren ausgelöst wird (vgl. EUROFRAME 2007b: 23–24). Im erstgenannten Fall steht der Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit nämlich eine Ausweitung der Binnen nachfrage in den Vereinigten Staaten gegenüber, die für sich genommen die Absatzmöglichkeiten dort verbessert.

Inflationsdruck seitens der Rohstoffpreise nimmt ab

In den vergangenen Monaten haben sich nicht nur die Risiken für die Konjunktur erhöht. Gleichzeitig verschlechterte sich auch das Preisklima spürbar. Im November sprang die Infla-

tionsrate in den Industrieländern auf schätzungsweise 3,2 Prozent (Abbildung 4). Dies war freilich auch bedingt durch einen Basiseffekt, war doch das Preisniveau im November des Vorjahres infolge fallender Ölpreise rückläufig gewesen. Im Gegensatz dazu zogen die Rohölnotierungen in diesem Jahr im Herbst nochmals kräftig an und erreichten neue Rekordniveaus von nahezu 100 US-Dollar je Fass der Sorte Brent. Hinzu kam ein ausgeprägter Anstieg der Preise für Nahrungs- und Genussmittel, die im Verbraucherpreisindex in vielen Ländern ein recht großes Gewicht haben. Die Kernrate blieb hingegen auf niedrigem Niveau; lediglich im Euroraum hat sie sich merklich erhöht, freilich nicht zuletzt auch wegen der Anhebung der Mehrwertsteuer in Deutschland.

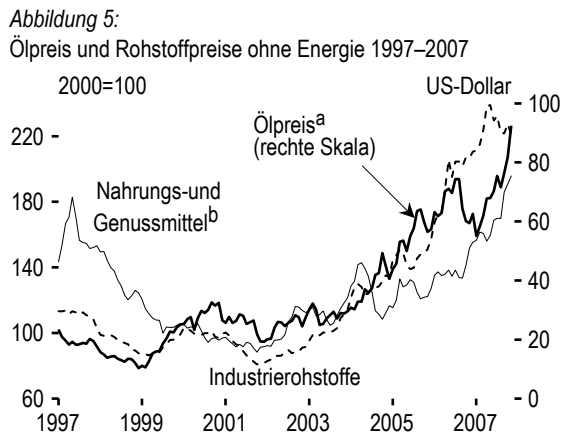
Abbildung 4:
Preisentwicklung in den Industrieländern 2003–2007^a



^aInflationsrate in den Vereinigten Staaten, im Euroraum, in Japan und im Vereinigten Königreich; gewichtet mit den nominalen Bruttoinlandsprodukt.

Quelle: OECD (2007b); eigene Berechnungen.

Der Ausblick für die Rohstoffpreise ist mit hoher Unsicherheit behaftet. Konnte die Produktion vieler Rohstoffe dem kräftigen Anstieg der Nachfrage, vor allem in den Schwellenländern und hier insbesondere in China, zeitweise nicht folgen, so sind die Lagerbestände inzwischen zumeist wieder auf einem im historischen Vergleich normalen Niveau. Das Preisniveau ist bei den Industrierohstoffen bereits seit dem Frühjahr tendenziell rückläufig (Abbildung 5). Auch die Ölläger sind derzeit relativ gut gefüllt.



^aSpotpreis Sorte Brent, London. — ^bHWWA-Index.

Quelle: International Petroleum Exchange über Thomson Financial Datastream; HWWI (2007).

Es ist jedoch absehbar, dass bei den zurzeit gültigen Produktionsquoten der OPEC der voraussichtliche Bedarf aus der laufenden Produktion nicht gedeckt werden kann und es zu einem raschen Abschmelzen der Lagerbestände kommt.¹ Diese drohende Knappheit war ein wesentlicher Faktor hinter dem starken Anstieg der Preise in den vergangenen Monaten. Nachdem Mitte November eine Erhöhung der OPEC-Produktion angekündigt wurde, hat sich die Situation am Ölmarkt in der jüngsten Zeit wieder etwas entspannt. Sollte sich die tatsächliche Produktion als auskömmlich erweisen, ist ein weiterer deutlicher Rückgang des Ölpreises im Prognosezeitraum durchaus möglich. Negative Überraschungen bei der Produktion oder eine Zuspitzung politischer Krisen in wichtigen Produktionsländern können aber auch leicht wieder zu einem neuerlichen sprunghaften Anstieg der Notierungen führen. Für die Prognose gehen wir von einem konstanten Ölpreis in Höhe von 90 US-Dollar aus.

Die Rohstoffpreise für Nahrungs- und Genussmittel waren im Verlauf des weltwirtschaftlichen Aufschwungs bis zum vergangenen Jahr relativ wenig gestiegen. Seit Mitte vergangenen Jahres sind aber auch sie steil aufwärts gerich-

tet. Ein Grund ist – wie bei anderen Rohstoffen auch – eine kräftige Zunahme des Verbrauchs. Darüber hinaus ist mit der Umwandlung von Feldfrüchten, vor allem von Mais, Zuckerrohr und Ölsaaten, in Bio-Energie ein stark wachsender Absatzmarkt hinzugekommen. Ferner ging die Produktion insbesondere bei Getreide aufgrund ungewöhnlicher Trockenheit in den Vereinigten Staaten (2006) und Australien (2006 und 2007) zurück. Das anhaltende Marktdefizit hat dazu geführt, dass die Lagerbestände bei vielen Nahrungsmitteln inzwischen extrem niedrig sind. Auf der anderen Seite ist bei günstiger Witterung und einer Flächenexpansion – wie sie beispielsweise in der EU angestrebt wird, wo die Vorschrift, 10 Prozent des Ackerlandes brach liegen lassen zu müssen, angesichts des starken Preisanstiegs ausgesetzt wurde – kurzfristig eine beträchtliche Ausweitung der Produktion möglich. Der Prognose legen wir die Annahme leicht nachgebender Weltmarktpreise für Nahrungsmittel zugrunde.

Mit Fortfall der preistreibenden Effekte vonseiten der Rohstoffpreise werden die konjunkturellen Einflussfaktoren wieder an Gewicht gewinnen, und die laufende Inflation dürfte sich im Prognosezeitraum wieder beruhigen.

Geldpolitische Lockerung zur Stützung der Konjunktur

Die Geldpolitik sieht sich derzeit erheblich gestiegenen Risiken für die Stabilität des Finanzsektors gegenüber; das einwandfreie Funktionieren des Finanzsystems zu gewährleisten ist eine der wesentlichen Aufgaben der Zentralbanken. Es droht ein spürbarer Anstieg der Kreditzinsen, weil sich die Liquiditätsbeschaffung am Geldmarkt verteuert hat und es derzeit kaum noch möglich ist, verbriefte Kreditrisiken zu handeln. Eine solche Entwicklung würde die Konjunktur spürbar dämpfen. Auch würden die Immobilienmärkte noch weiter unter Druck gesetzt werden, die Kreditausfälle würden sich weiter erhöhen und damit die Bankenkrise zusätzlich verschärfen. Dieser Teufelskreis droht vor allem in den Vereinigten Staaten, zumal für viele Haushalte, die in den Jahren 2005–2007

¹ Eine wesentliche Ausweitung der Produktion außerhalb der OPEC ist kurzfristig nicht möglich, da die Produktivität der Ölfelder in der Nordsee sowie des wichtigsten mexikanischen Ölfelds rückläufig ist.

Hypotheken abgeschlossen haben, eine Phase sehr niedriger Zinsen zu Ende geht. Erhebliche Risiken bestehen aber auch im Vereinigten Königreich, wo die Immobilienpreise offenbar ebenfalls nach einer langen Boomphase zu fallen beginnen, die Hypotheken zu großen Teilen variabel verzinst werden und die Verschuldung der privaten Haushalte in den vergangenen Jahren stark gestiegen ist. Deutlich geringer erscheint die Wahrscheinlichkeit einer Finanzkrise im Euroraum, denn zum einen war die Preisentwicklung für Wohnimmobilien hier insgesamt vergleichsweise moderat,² zum anderen spielen Finanzierungen mit kurzfristig variablen Zinsen keine große Rolle.

Angesichts der Probleme an den Finanzmärkten, der dadurch drohenden Verteuerung von Krediten und erhöhter konjunktureller Risiken erscheint die spürbare Zinssenkung durch die US-Notenbank im September und Oktober nachvollziehbar, zumal die Kerninflationsrate in den Monaten zuvor auf ein moderates Niveau gesunken war. Die neuerliche Zinssenkung am 11. Dezember war vor dem Hintergrund der anhaltenden ungünstigen Nachrichten aus dem Finanzsektor und einer drohenden Verschärfung der Immobilienkrise ebenfalls erwartet worden. Auf die Verschlechterung der konjunkturellen Lage, die wir für die kommenden Monate prognostizieren, dürfte die Fed mit weiteren Zinssenkungen reagieren; wir erwarten, dass das Ziel für die Fed Funds Rate im Frühjahr bei 3,5 Prozent liegt (Tabelle 1). Dies entspricht der Einschätzung des Marktes, wie sie die Futures-Kontrakte für die Fed Funds Rate derzeit reflektieren. Insofern impliziert unsere Annahme hinsichtlich der US-Geldpolitik keine weitere Abwertung des Dollar.

Anfang Dezember 2007 hat auch die Bank von England ihre Zinsen gesenkt, um zu verhindern, dass sich aus den Liquiditätsengpässen, die sich in einem deutlichen Anstieg der Geldmarktzinsen äußerten, eine umfassende

² Zwar stiegen die realen Immobilienpreise in einigen Ländern, etwa in Spanien oder Irland, in den vergangenen zehn Jahren sogar weitaus schneller als in den Vereinigten Staaten oder im Vereinigten Königreich, gleichzeitig gingen die Preise in anderen Ländern, vor allem in Deutschland und Österreich, aber spürbar zurück.

Kreditklemme entwickelt. Wir erwarten, dass die Geldpolitik im Vereinigten Königreich in den kommenden Monaten weiter gelockert wird.

Die Europäische Zentralbank steht vor dem Problem, dass die Inflation derzeit merklich höher liegt, als nach ihrer Definition mit Preisstabilität vereinbar ist. Auch werden angesichts einer anhaltend starken Ausweitung der Kredite und der Geldmenge M3 weiterhin Inflationsrisiken für die mittlere Frist gesehen. Auf der anderen Seite haben sich die monetären Rahmenbedingungen durch den Anstieg der Risikoprämien auf Unternehmensanleihen und die Aufwertung des Euro spürbar verschlechtert. Vor diesem Hintergrund hat die EZB im zweiten Halbjahr 2007 auf geplante Zinsanhebungen verzichtet. Wir erwarten, dass sie den Hauptrefinanzierungssatz im Prognosezeitraum auf dem aktuellen Niveau von 4 Prozent belassen wird.

Auch die japanische Zentralbank hat ihren Straffungskurs unterbrochen, um eine unerwünschte Dämpfung der Konjunktur zu vermeiden. Ein weiterer vorsichtiger Schritt auf dem Weg zu einem „normalen“ Zinsniveau dürfte angesichts der abgeschwächten wirtschaftlichen Dynamik wohl allenfalls gegen Ende nächsten Jahres unternommen werden. Auch Ende des Jahres 2009 werden die Notenbankzinsen in Japan aller Voraussicht nach noch sehr niedrig sein.

Rezessionsgefahr in den Vereinigten Staaten

Die Konjunktur in den Vereinigten Staaten verlief im Jahr 2007 unstetig. Nach einer nur schwachen Expansion im ersten Quartal zog die gesamtwirtschaftliche Produktion im Sommerhalbjahr wieder kräftig an. Besonders stark beschleunigten sich der Staatskonsum und die Exporte. Aufgrund der Abwertung des US-Dollar und der dadurch gestiegenen Wettbewerbsfähigkeit wird der Außenhandel im laufenden Jahr voraussichtlich zum ersten Mal seit 1995 einen positiven Beitrag zum Zuwachs des Brutto-

Weltwirtschaftliche Dynamik flaut ab

Tabelle 1:
Rahmendaten für die Konjunkturprognose 2007, 2008 und 2009

	2007				2008				2009			
	I	II	III	IV ^a	I ^a	II ^a	III ^a	IV ^a	I ^a	II ^a	III ^a	IV ^a
Kurzfristige Zinsen												
Vereinigte Staaten (Fed Funds Rate)	5,3	5,3	5,1	4,5	4,0	3,8	3,5	3,5	3,5	3,5	3,7	4,0
Japan (Tagesgeldzins)	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,8	0,8	1,0	1,1	1,3
Euroland (3-Monatszins)	3,8	4,1	4,5	4,8	4,6	4,4	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2	4,2
Wechselkurse												
US-Dollar/Euro	1,32	1,34	1,39	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46	1,46
Yen/US-Dollar	119,4	120,7	116,0	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0	110,0
Ölpreis (Brent) in US-Dollar	58,1	68,7	75,0	89,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0	90,0
HWWA-Index für Industrierohstoffe	216,7	235,6	225,3	223,6	219,0	217,3	216,8	216,8	216,8	216,8	216,8	216,8

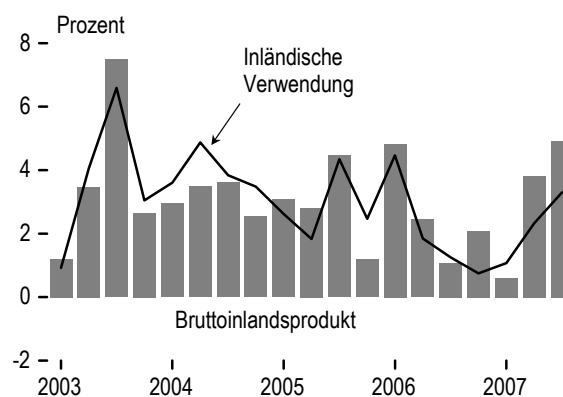
^aPrognose.

Quelle: HWWA (2007); IMF (2007); Federal Reserve Bank of St. Louis (2007); EZB (2007a); eigene Prognosen.

inlandsprodukts leisten. Auch die Unternehmensinvestitionen und der gewerbliche Bau legten im Vergleich zum ersten Quartal deutlich zu, was auf intakte Gewinnerwartungen der Unternehmen hindeutet. Im dritten Quartal nahm dann auch der private Konsum wieder an Fahrt auf, er stieg mit einer laufenden Jahresrate von 2,7 Prozent allerdings etwas langsamer als im langjährigen Durchschnitt. Die anhaltende Krise am Immobilienmarkt – im bisherigen Jahresverlauf schrumpften die privaten Wohnungsbauinvestitionen bereits um 16 Prozent (laufende Jahresrate) – und an den Finanzmärkten wirkte sich offenbar noch nicht erheblich auf die Konsumlaune der privaten Haushalte aus. Alles in allem expandierte die amerikanische Wirtschaft mit einem Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts von 4,9 Prozent so stark wie seit vier Jahren nicht mehr (Abbildung 6).

Die Krise am Immobilienmarkt setzt sich fort. Die Baugenehmigungen und Baubeginne im privaten Sektor gehen nach wie vor zurück (Abbildung 7). Gegen eine baldige Stabilisierung spricht auch, dass der Bestand an freien Wohnhäusern auf hohem Niveau verharret. Folgerichtig stehen die Preise für Immobilien seit Mitte des vergangenen Jahres anhaltend unter Druck (Abbildung 8). Ein stärkerer Verfall der Immobilienpreise würde auch das Risiko von weiteren Kreditausfällen erhöhen. Der Anteil

Abbildung 6:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den Vereinigten Staaten 2003–2007^a

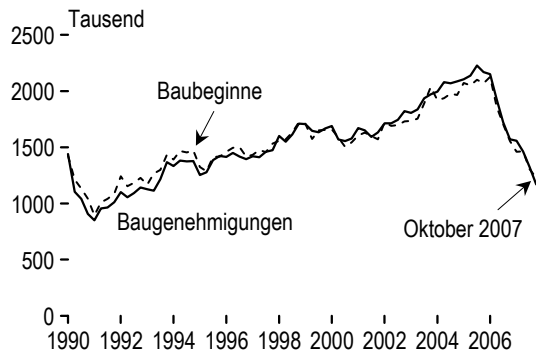


^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: US Department of Commerce (2007).

von Hypothekenkrediten mit Zahlungsrückständen befindet sich derzeit bereits auf dem höchsten Wert seit dem Jahr 1986 (Abbildung 9). Zudem werden auch im nächsten Jahr Zinsanpassungen bei Hypothekenkrediten erfolgen, die zum Teil zu sehr niedrigen Zinssätzen abgeschlossen wurden oder bei denen sogar ganz auf Zinszahlungen für den ersten Vertragszeitraum verzichtet worden war. Die zusätzlichen Belastungen dürften in vielen Fällen die finanziellen Möglichkeiten von Kreditnehmern übersteigen. Dies wird zur Folge haben, dass die Zahl der

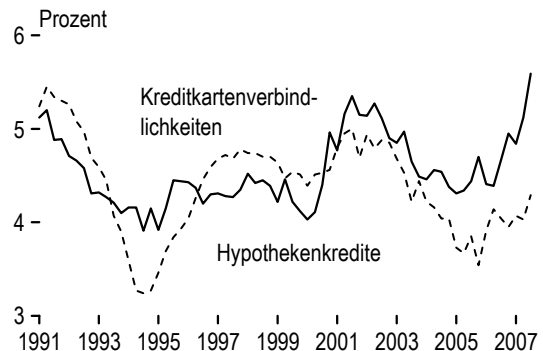
Abbildung 7:
Anzahl der Baugenehmigungen und Beginne in den Vereinigten Staaten 1990–2007^a



^aSaisonbereinigt; 4. Quartal 2007 entspricht dem Oktoberwert.

Quelle: US Census Bureau (2007).

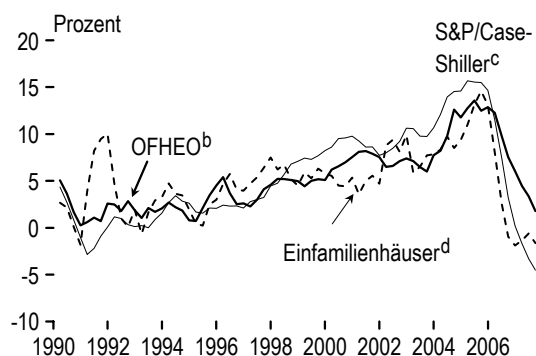
Abbildung 9:
Anteil des Kreditvolumens mit Zahlungsverzögerungen in den Vereinigten Staaten 1991–2007^a



^aSaisonbereinigt.

Quelle: Federal Reserve Board über Thomson Financial Datastream; Mortgage Bankers Association über Thomson Financial Datastream.

Abbildung 8:
Immobilienpreise in den Vereinigten Staaten 1990–2007^a



^aVeränderung gegenüber dem Vorjahr, nicht saisonbereinigt. —

^bOffice of Federal Housing Enterprise Oversight Home Prices Index. — ^cNational Home Price Index. — ^dVerkaufspreis von bereits bestehenden Einfamilienhäusern.

Quelle: Office of Federal Housing Enterprise Oversight (2007); National Association of REALTORS (2007); Standard & Poor's (2007); eigene Berechnungen.

Kreditausfälle und der Zwangsversteigerungen im nächsten Jahr weiter zunimmt.³ Dadurch

³ Derzeit schmiedet die Regierung einen Rettungsplan, der vorsieht, Hypothekenschuldnern zu helfen, die durch Zinsanpassungen von der Insolvenz bedroht sind, ihren Zahlungsverpflichtungen derzeit aber noch nachkommen können. Soweit bisher bekannt sind dazu drei Instrumente vorgesehen: das Einfrieren der Zinssätze für fünf Jahre, die private Umfinanzierung betroffener Hypotheken und das Umschichten betroffener Kredite zur Federal Housing Administration, die eigens ein Programm aufge-

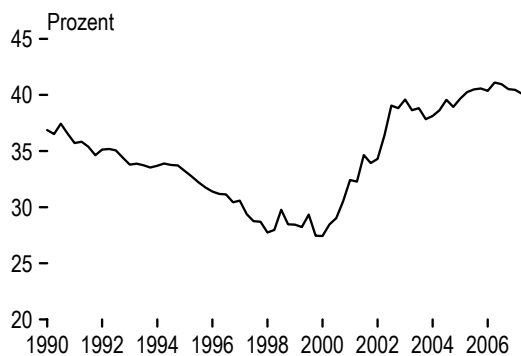
dürfte sich auch der Druck auf die Immobilienpreise weiter erhöhen. Die privaten Wohnungsbauinvestitionen dürften bis ins nächste Jahr hinein weiter deutlich schrumpfen und sich dann auf niedrigem Niveau stabilisieren.

Entscheidend für den weiteren Konjunkturverlauf in den Vereinigten Staaten wird sein, wie stark sich die Immobilienkrise auf den privaten Konsum auswirkt. Die Zahlungsrückstände bei Kreditkartenverbindlichkeiten haben bereits zugenommen, auch wenn das aktuelle Niveau im längerfristigen Vergleich noch nicht besonders hoch ist. Dagegen befindet sich der Anteil der Schuldendienstzahlungen am verfügbaren Einkommen schon jetzt mit 14,3 Prozent auf einem Rekordniveau. Zudem werden Zinsanpassungen bei den Hypothekenkrediten den Konsum weiter belasten. Der Anteil des Immo-

legt hat, um Hauseigentümern zusätzliche Refinanzierungsmöglichkeiten anbieten zu können. Man vermutet, so bis zu 1,2 Millionen Hauseigentümern helfen zu können; andere Schätzungen liegen freilich erheblich niedriger. Einige Gründe sprechen jedoch gegen ein solches Vorhaben. So wird befürchtet, dass die Marktberreinigung und so auch das Ende der Krise am Immobilienmarkt lediglich hinausgezögert werden. Auch dürfte ein enormer bürokratischer Aufwand von Nöten sein, um die berechtigten Hauseigentümer zu identifizieren. Insgesamt erwarten wir nicht, dass ein solcher Rettungsplan bei Umsetzung signifikant stützende Effekte für die Konjunktur haben wird.

bilienvermögens an der Nettovermögensposition der Haushalte (einschließlich der Non-Profit-Organisationen) ist in den letzten Jahren auf nahezu 40 Prozent gestiegen (Abbildung 10), so dass ein weiteres Absinken der Immobilienpreise die Konsumneigung der Haushalte über Vermögenseffekte zusätzlich deutlich einschränken würde.⁴ Auch die Befragungen von privaten Haushalten des Conference Board und der Universität von Michigan deuten darauf hin, dass sich sowohl die Lageeinschätzung der Konsumenten als auch deren Erwartungen deutlich eingetrübt haben. Aktuelle Zahlen zeigen, dass der private Konsum preisbereinigt bereits im Oktober im Vergleich zum Vormonat nicht mehr zulegte. Insgesamt erwarten wir, dass der private Konsum im vierten Quartal nahezu stagniert und auch bis zur Mitte des nächsten Jahres hinein keinen bedeutenden Beitrag zum Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts mehr leisten wird.

Abbildung 10:
Anteil von Immobilien am Nettovermögen der privaten Haushalte (und Non-profit-Organisationen) in den Vereinigten Staaten 1990–2007^a



^aIn jeweiligen Preisen, saisonbereinigt.

Quelle: Federal Reserve Board (2007a); eigene Berechnungen.

Vor diesem Hintergrund werden immer häufiger Befürchtungen geäußert, dass die Wirtschaft der Vereinigten Staaten in eine Rezession

abgleiten könnte.⁵ Eine Reihe von konjunkturellen Indikatoren stützt diese These. Die von der Universität von Michigan ermittelten Konsumentenerwartungen sanken im November auf den niedrigsten Stand seit 1993. Ein solch niedriges Niveau ging in der Vergangenheit häufig mit einer Rezession einher (Abbildung 11). Auch andere Frühindikatoren senden warnende Signale. Sowohl der im Vergleich zum Vorjahr im ersten und zweiten Quartal gesunkene Conference Board Leading Indicator, als auch eine geringe Zinsdifferenz zwischen den Staatsanleihen mit dreimonatiger und zehnjähriger Restlaufzeit, wie sie zuletzt beobachtet wurde, haben in der Vergangenheit auf Rezessionen hingedeutet. Auch eine Abnahme des privaten Wohnungsbaus trat bisher häufig in Verbindung mit einer Rezession auf. Ein ökonomisches Zeitreihenmodell zur Einschätzung der Rezessionsgefahren schätzt die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den Vereinigten Staaten innerhalb der nächsten vier Quartale auf etwa 30 Prozent.⁶ Im September lag diese Wahrscheinlichkeit noch bei 17 Prozent.

Die beschriebenen Indikatoren stellen zwar durchweg wertvolle Hilfen zur Einschätzung der aktuellen konjunkturellen Lage dar, sie haben aber in den vergangenen Jahren etwas an Gleichlauf mit der Konjunktur eingebüßt. Zudem erscheint die Lage in anderen Wirtschaftssektoren derzeit stabil. Zwar verlor die Industrieproduktion in den vergangenen Monaten an Dynamik und schrumpfte im Oktober sogar um 0,5 Prozent. Sie liegt aber immer noch 1,9 Prozent über dem Vorjahresniveau. Auch signalisiert der Einkaufsmanagerindex des Institute for Supply Management für das verarbeitende Gewerbe weiterhin eine leichte Expansion. Beide Indikatoren sollten sich im Falle einer Rezession deutlich negativer entwickeln (Abbildung 12). Der Einkaufsmanagerindex des nicht verarbeitenden Gewerbes deutet mit einem Wert von 54,1 im November ebenfalls eher auf eine anhaltende Expansion hin.

⁴ Ein Einbruch der Immobilienpreise um 20 Prozent verteilt auf 2 Jahre würde gemäß dem NiGEM-Modell den Konsum im ersten Jahr um 0,9 und das Bruttoinlandsprodukt um 0,3 Prozent verringern (vgl. Dovern et al. 2007: Kasten 2).

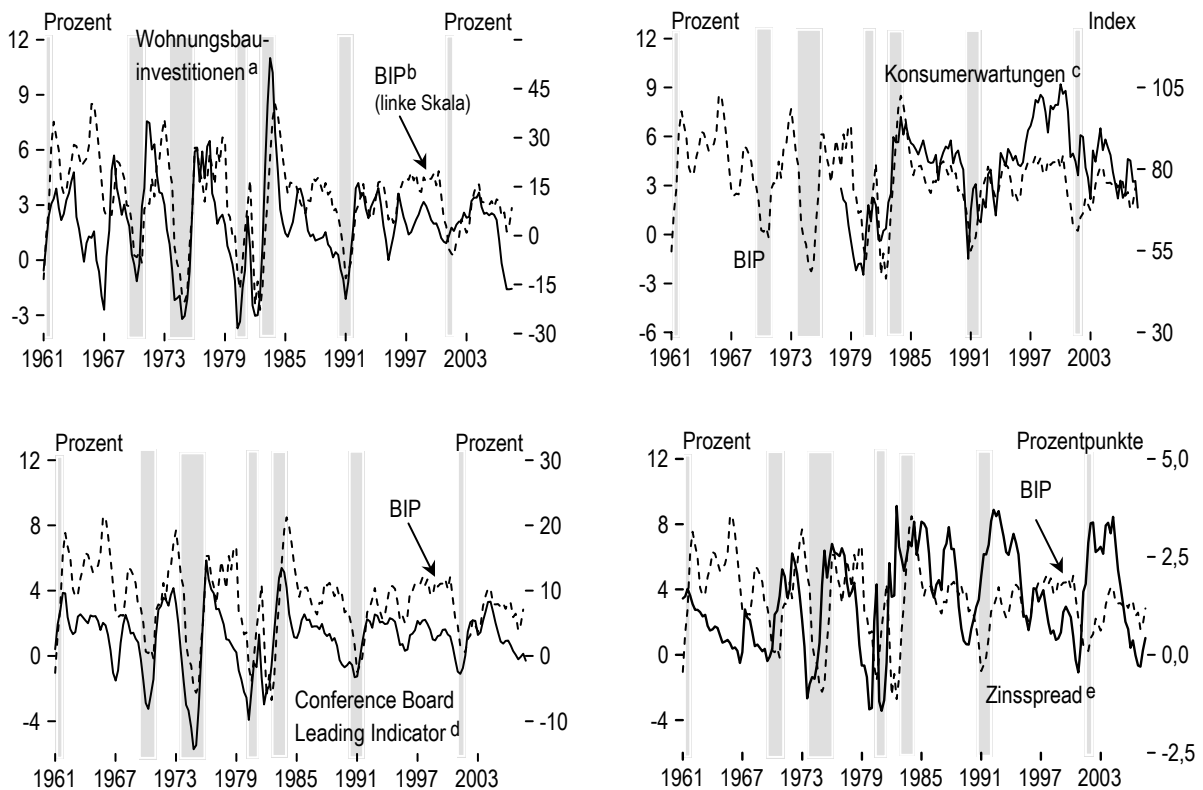
⁵ Vgl. beispielsweise Summers (2007) oder Feldstein (2007).

⁶ Zur genauen Vorgehensweise siehe Boss et al. (2007: Kasten 1).

Weltwirtschaftliche Dynamik flaut ab

Abbildung 11:

Bruttoinlandsprodukt und Konjunkturindikatoren in den Vereinigten Staaten 1961–2007^a

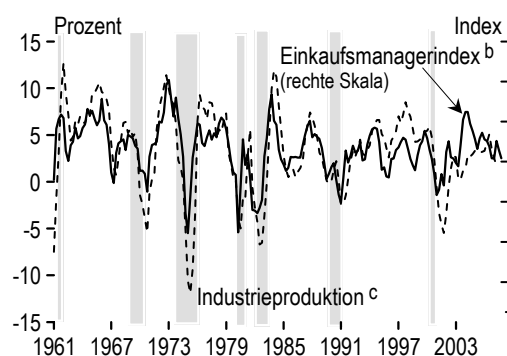


^aReal, saisonbereinigt, Veränderungen im Vergleich zum Vorjahr; Rezessionsphasen nach NBER-Definition grau hinterlegt. — ^bReal, saisonbereinigt, Veränderungen im Vergleich zum Vorjahr. — ^cNicht saisonbereinigt, 4. Quartal berechnet als Durchschnitt über Oktober und November. — ^dVorjahresvergleich; 4. Quartal berechnet auf Basis der Werte für Oktober und November. — ^eDifferenz von Staatsanleihen mit 10-jähriger und 3-monatiger Restlaufzeit.

Quelle: Conference Board (2007); Federal Reserve Board (2007c); University of Michigan (2007); eigene Berechnungen.

Abbildung 12:

Industrieproduktion und Einkaufsmanagerindex in den Vereinigten Staaten 1961–2007^a



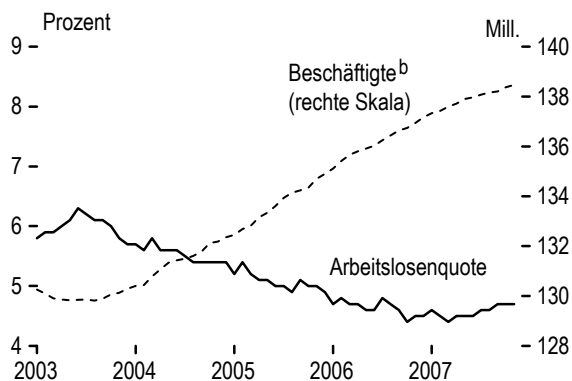
^aSaisonbereinigt; Rezessionsphasen nach NBER-Definition grau hinterlegt. — ^b4. Quartal 2007 berechnet als Durchschnitt über Oktober und November. — ^cVorjahresvergleich; 4. Quartal 2007 berechnet auf Basis des Oktoberwertes.

Quelle: Institute for Supply Management (2007); Federal Reserve Board (2007b); eigene Berechnungen.

Die Lage am Arbeitsmarkt ist weiterhin stabil. Obwohl in diesem Jahr als Folge der Immobilienkrise im Bausektor bereits 122 000 Beschäftigungsverhältnisse verloren gingen, erhöhte sich die Arbeitslosenquote im Vergleich zum Tiefstand vom März dieses Jahres lediglich um 0,3 Prozentpunkte und liegt mit 4,7 Prozent weiterhin auf niedrigem Niveau (Abbildung 13). Die Beschäftigung wurde in den vergangenen Monaten weiter deutlich ausgeweitet. Auch die Erstanträge auf Arbeitsloseunterstützung geben mit wochendurchschnittlich 329 000 im November derzeit keinen Anlass zur Sorge.

Die Fed ist der Krise am Immobilienmarkt und an den Finanzmärkten bisher durch Liquiditätsspritzen für den Bankensektor sowie durch eine Senkung des Refinanzierungssatzes um

Abbildung 13:
Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten 2003–2007^a

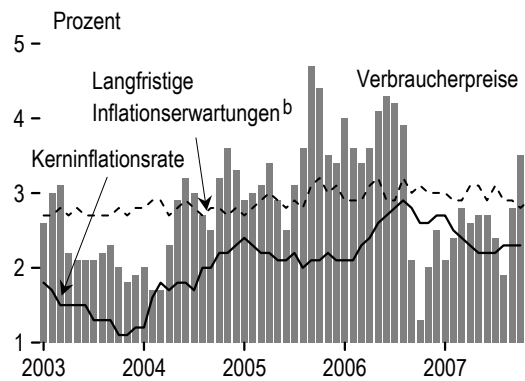


^aSaisonbereinigt. — ^bAbhängig Beschäftigte außerhalb der Landwirtschaft.

Quelle: US Department of Labor (2007a).

100 Basispunkte auf nunmehr 4,25 Prozent entgegengetreten. Inwieweit die Fed die Zinsen weiter senken wird, hängt insbesondere davon ab, wie die Gefahren für die Preisniveaustabilität eingeschätzt werden. Der Verbraucherpreisindex stieg im Oktober mit 3,5 Prozent im Vergleich zum Vorjahresmonat deutlich beschleunigt, im November dürfte die Inflationsrate nochmals zugelegt haben. Jedoch wurde diese Beschleunigung der Inflation vor allem durch Energie- und Lebensmittelpreise verursacht; die Kerninflation bleibt mit einem Anstieg von lediglich 2,1 Prozent moderat (Abbildung 14). Auch für die nähere Zukunft ist nicht zu erwarten, dass die Kerninflation spürbar steigen wird, da die sich abkühlende Konjunktur die Preisentwicklung dämpfen dürfte. Ein besonderes Augenmerk legt die Fed auf die Inflationserwartungen (vgl. beispielsweise Bernanke 2007). Sind diese auf einem mit dem Ziel der Preisniveaustabilität vereinbaren Wert verankert, spricht dies dafür, dass die Inflationsgefahren auch mittelfristig gering sind, und es ergeben sich zusätzliche Spielräume, durch Zinssenkungen die Konjunktur zu stützen. Die von der Universität von Michigan erhobenen Verbraucherbefragungen bezüglich der erwarteten Inflation in fünf Jahren zeigen, dass die privaten Haushalte trotz der jüngsten Preisanstiege keine ungewöhnlich hohen Inflationserwartungen

Abbildung 14:
Preisentwicklung in den Vereinigten Staaten 2003–2007^a



^aVeränderung gegenüber dem Vorjahr. — ^bUmfragedaten.

Quelle: US Department of Labor (2007b); University of Michigan (2007).

haben. Die langfristigen Inflationserwartungen liegen weiterhin bei etwa 3 Prozent, was die Fed bestärken könnte, ihre Zinsen weiter zu reduzieren. Wir erwarten, nach der Zinssenkung am 11. Dezember, für die erste Hälfte des kommenden Jahres drei weitere Zinsschritte der Fed um jeweils 25 Basispunkte auf dann 3,5 Prozent. Sollte die amerikanische Wirtschaft tatsächlich in eine Rezession abrutschen, wäre sogar ein noch niedrigeres Zinsniveau wahrscheinlich.

Alles in allem rechnen wir zwar nicht mit einer Rezession in klassischer Abgrenzung,⁷ jedoch mit einer deutlichen Abkühlung der Konjunktur in den Vereinigten Staaten bis in die Mitte des nächsten Jahres hinein. Zu den weiterhin rückläufigen Wohnungsbauinvestitionen kommt insbesondere eine nur noch schwache Ausweitung der privaten Konsumausgaben hinzu. Im zweiten Halbjahr 2008 dürften die privaten Wohnungsbauinvestitionen und der private Konsum wieder leicht anziehen, nicht zuletzt aufgrund der dann wieder expansiv wirkenden Geldpolitik. Der niedrige Dollarkurs wird weiterhin die Exporte begünstigen, so dass der Außenbeitrag nach wie vor stützend wirkt. Für das Jahr 2008 ist zudem zu erwarten, dass

⁷ Eine Rezession wird in der Regel näherungsweise als zwei aufeinander folgende Quartale mit negativen Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts beschrieben.

die Finanzpolitik in Anbetracht der anstehenden Wahlen leicht expansiv ausgerichtet sein wird. Der Zuwachs der Investitionen in Ausrüstungen und Software wird mit nachlassender Dynamik des privaten Konsums zurückgehen. Die Absatz- und Ertragsersparungen werden sich aber nicht zuletzt aufgrund günstiger Exportaussichten wohl nicht so weit verschlechtern, dass es zu einem größeren Einbruch im Bereich der Unternehmensinvestitionen kommt.

Tabelle 2:
Eckdaten zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2006–2009

	2006	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	2,9	2,2	1,8	2,2
Inlandsnachfrage ^b	2,8	1,6	1,1	1,9
Privater Verbrauch	3,1	2,8	1,0	1,7
Staatsnachfrage	1,8	2,0	2,5	2,2
Anlageinvestitionen	2,4	-2,4	-0,6	2,7
Ausrüstungen und Software	5,9	1,4	2,3	3,0
Gewerbliche Bauten	8,4	12,4	6,5	3,3
Wohnungsbau	-4,6	-16,4	-11,5	1,4
Lagerinvestitionen ^c	0	-0,3	-0,1	0,0
Außenbeitrag ^c	-0,1	0,6	0,7	0,2
Exporte	8,4	8,3	9,9	7,2
Importe	5,9	2,2	3,1	4,1
Verbraucherpreise	3,2	2,7	2,3	2,3
Arbeitslosenquote ^d	4,6	4,6	5,0	4,8
Leistungsbilanzsaldo ^e	-6,2	-5,7	-5,5	-5,4
Budgetsaldo des Bundes ^e	-1,6	-1,1	-1,4	-1,0

^aPrognose. — ^bReal. — ^cVeränderung in Prozent des realen Bruttoinlandsprodukts des Vorjahres. — ^dIn Prozent der Erwerbspersonen. — ^eIn Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: US Department of Commerce (2007); US Department of Labor (2007a, 2007b); US Department of the Treasury (2007); eigene Berechnungen und Prognosen.

Aufgrund des starken dritten Quartals erhöhen wir unsere Prognose für das laufende Jahr auf einen Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts von 2,2 Prozent (Tabelle 2). Im Jahr 2008 wird die Produktion um 1,8 Prozent zulegen.⁸ Die im zweiten Halbjahr 2008 einset-

⁸ Die Prognose für das Jahr 2008 lassen wir somit trotz der etwas pessimistischeren Aussichten unverändert. Dies hängt damit zusammen, dass der statistische Überhang aufgrund der kräftigen Zuwachsrate im dritten Quartal 2007 deutlich größer ausfallen wird.

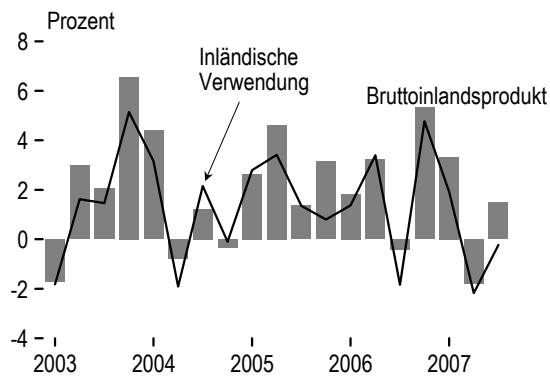
zende allmähliche konjunkturelle Erholung wird sich im Jahr 2009 fortsetzen. Wir rechnen aber damit, dass das Bruttoinlandsprodukt mit 2,2 Prozent abermals deutlich langsamer zunimmt als das Produktionspotential. Die Verbraucherpreise werden nach 2,7 Prozent in diesem Jahr in den kommenden beiden Jahren mit jeweils 2,3 Prozent etwas schwächer zunehmen.

Mäßige konjunkturelle Dynamik in Japan

In Japan büßte die Konjunktur im Jahr 2007 deutlich an Fahrt ein. Die Inlandsnachfrage ging im Verlauf des Sommerhalbjahrs sogar zurück (Abbildung 15). Während der private Konsum angesichts schwacher Realeinkommenszuwächse nur noch in moderatem Tempo zulegen konnte, nahmen die Investitionen zeitweise sogar deutlich ab. Maßgeblich war hier neben der fortgesetzten deutlichen Rückführung der öffentlichen Investitionen ein Einbruch beim Wohnungsbau (Abbildung 16), der mit geänderten Vorschriften zur Sicherstellung der Erdbebensicherheit der Gebäude zusammenhängt.⁹ Die Unternehmensinvestitionen zogen hingegen nach der Jahresmitte wieder an. Die Investitionspläne der Unternehmen wurden im Verlauf des Jahres erheblich nach oben revidiert, wobei die rege Exportnachfrage, die zu hohen Gewinnen und einer zunehmenden Auslastung industrieller Kapazitäten führte, eine wesentliche Rolle gespielt haben dürfte. Der Zuwachs

⁹ Als Reaktion auf das Bekanntwerden von betrügerischen Angaben von Baufirmen über die Erdbebensicherheit ihrer Konstruktionen in den Jahren 2005 und 2006 wurde eine Revision des Genehmigungsverfahrens vorgenommen, die Mitte 2007 in Kraft trat. Sie führt zu einer erheblichen Verlängerung und Verteuerung des Genehmigungsprozesses. Unsicherheit über die Ausgestaltung der Regulierungen führte zu einem starken Rückgang der Baubeginne im Frühjahr. Probleme bei der Umsetzung der neuen Vorschriften verschärften den Einbruch im Sommer weiter.

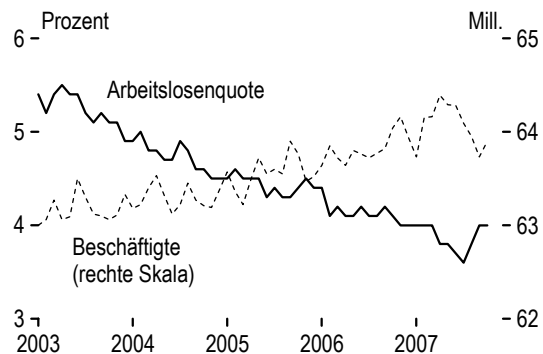
Abbildung 15:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Japan 2003–2007^a



^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Cabinet Office (2007).

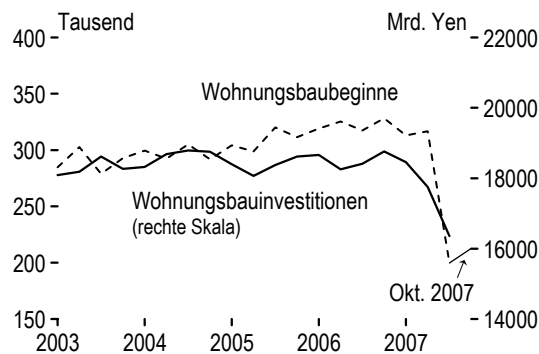
Abbildung 17:
Arbeitsmarkt in Japan 2003–2007^a



^aSaisonbereinigt.

Quelle: OECD (2007b).

Abbildung 16:
Wohnungsbaubeginne und reale Wohnungsbauminvestitionen in Japan 2003–2007^a



Quelle: Cabinet Office (2007); Ministry of Land Infrastructure and Transport (2007); eigene Berechnungen.

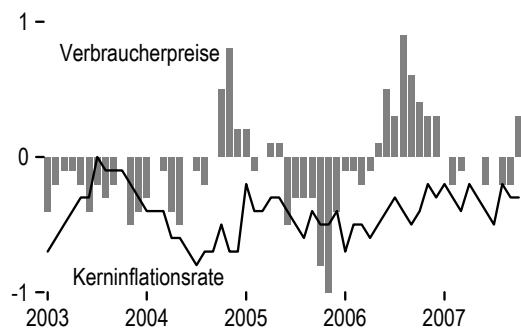
des realen Bruttoinlandsprodukts im dritten Quartal um 1,5 Prozent (laufende Jahresrate) war ausschließlich der Zunahme des Außenhandelsüberschusses zu verdanken, zu dem es infolge eines kräftigen Anstiegs der Exporte, vor allem in den asiatischen Raum, kam.

Die geringere konjunkturelle Dynamik spiegelte sich auch am Arbeitsmarkt, wo die Beschäftigung im Jahresverlauf in der Tendenz gefallen ist und die Arbeitslosenquote sich zuletzt wieder erhöhte (Abbildung 17). Auch hat die Zahl der offenen Stellen abgenommen, und das Verhältnis von Stellenangeboten zu Bewerber-

bungen, das gemeinhin als guter Indikator für Situation am Arbeitsmarkt gilt, ist gesunken. In der Folge konnten die Beschäftigten kaum Lohnerhöhungen durchsetzen. Da die Durchschnittslöhne infolge des Ausscheidens zahlenmäßig starker, hoch bezahlter älterer Jahrgänge strukturell ohnehin unter Druck sind, nahmen die Lohneinkommen insgesamt nur wenig zu.

Vor diesem Hintergrund lässt ein Anstieg der Preise auf Verbraucherebene trotz kräftig zulegender Importpreise und spürbar steigender Produzentenpreise weiter auf sich warten (Abbildung 18). Im Herbst lag der Verbraucherpreisindex zwar geringfügig höher als ein Jahr zuvor, doch war dies ausschließlich einem Anstieg der Nahrungsmittel- und der Kraftstoffpreise geschuldet; die Kernrate der Inflation ist nach wie vor negativ. Da sich gleichzeitig die konjunkturellen Aussichten eingetrübt haben, verzichtete die Bank von Japan darauf, die Leitzinsen weiter zu erhöhen. Der Zielsatz für Tagesgeld liegt seit Februar 2007 bei 0,5 Prozent. Der geldpolitische Rat der Zentralbank strebt zwar grundsätzlich weiter eine Normalisierung der Geldpolitik an, da er bei dem immer noch extrem niedrigen Zinsniveau eine Fehlallokation von Kapital befürchtet und die Anreize für internationale Zinsarbitragegeschäfte (so genannte *carry trades*) verringern möchte; er hat seine Straffungsabsicht in der letzten Sitzung beibehalten. Angesichts der nur mäßigen Dynamik der Binnennachfrage, zunehmender welt-

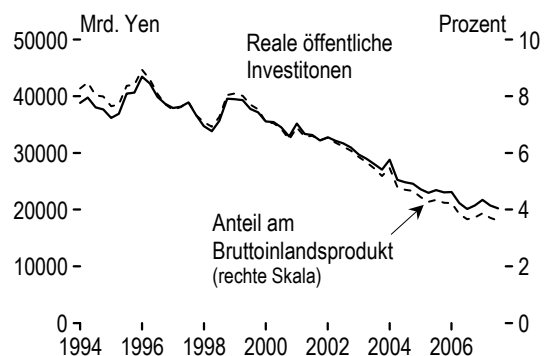
Abbildung 18:
Verbraucherpreisanstieg in Japan 2003–2007^a



^aVeränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Statistical Bureau of Japan (2007).

Abbildung 19:
Öffentliche Investitionen in Japan 1994–2007



Quelle: Cabinet Office (2007); eigene Berechnungen.

wirtschaftlicher Konjunkturrisiken und der höheren Bewertung des Yen wird die Notenbank aber wohl auch in den kommenden Monaten eine abwartende Haltung einnehmen. Erst gegen Ende des Jahres 2008 dürfte sie angesichts eines dann vermutlich wieder robusteren konjunkturellen Umfeldes damit fortfahren, ihre Zinsen zu erhöhen. Dies wird jedoch weiter sehr allmählich geschehen; wir rechnen nicht damit, dass die Geldmarktzinsen im Prognosezeitraum deutlich über 1 Prozent steigen.

Die Finanzpolitik steht nach wie vor der Aufgabe gegenüber, die öffentlichen Haushalte zu konsolidieren und das Anwachsen des Schuldenberges, der inzwischen eine Größenordnung von 180 Prozent des Bruttoinlandsprodukts erreicht hat, zu beenden. Im Jahr 2007 hat sie auf diesem Weg Fortschritte gemacht; das strukturelle Defizit, bereinigt um Einmaleffekte, ist infolge der Beendigung von Steuererleichterungen bei der Einkommensteuer und einer anhaltend restriktiven Ausgabenpolitik um schätzungsweise 0,8 Prozentpunkte auf knapp 4 Prozent gesunken. Auch für das kommende Jahr ist nach den Haushaltsplanungen wieder eine Rückführung der diskretionären Ausgaben vorgesehen. Allerdings werden die öffentlichen Investitionen wohl nicht mehr so rasch sinken wie in den vergangenen Jahren. Zum einen ist ihr Niveau inzwischen im historischen Vergleich niedrig (Abbildung 19), zum anderen dürfte die Regierung im Vorfeld einer für das Frühjahr zu

erwartenden Neuwahl des Parlaments bei Infrastrukturprojekten – insbesondere im ländlichen Raum – großzügig sein. Nennenswerte Steueranhebungen sind bislang nicht vorgesehen. So dürfte die Finanzpolitik im kommenden Jahr, wie auch im Jahr 2009, wohl nur noch leicht restriktiv ausgerichtet sein. Das Budgetdefizit wird infolge des Fortfalls defizitmindernder Einmalmaßnahmen leicht steigen.

Die Perspektiven für die Konjunktur in Japan haben sich auf kurze Sicht eingetrübt. Auch wenn die japanischen Banken nur wenig in Wertpapiere investiert haben, die mit minderwertigen amerikanischen Hypotheken besichert sind, ist die japanische Wirtschaft von der Immobilienkrise in den Vereinigten Staaten doch indirekt betroffen. Einmal dürften die Impulse aus dem Ausland im Gefolge der schwächeren Weltkonjunktur nachlassen. Zudem hat der Yen im Verlauf der Finanzmarkturbulenzen gegenüber dem US-Dollar um 10 Prozent aufgewertet; real und effektiv erhöhte sich der Wert des Yen seit dem Sommer um schätzungsweise 8 Prozent. Schließlich wirkt der deutliche Fall der Aktienkurse, zu dem es nach dem Sommer gekommen ist, dämpfend. Hinzu treten hausgemachte Probleme wie die Schwierigkeiten im Wohnungsbau – die Probleme bei der Umsetzung des neuen Genehmigungsverfahrens dürften noch eine Weile anhalten – und die schwache Entwicklung der Arbeitseinkommen, die den privaten Verbrauch dämpft. So dürfte die

gesamtwirtschaftliche Produktion bis weit in das kommende Jahr hinein nur in mäßigem Tempo zunehmen; das reale Bruttoinlandsprodukt wird im Jahresdurchschnitt wohl nur noch um 1,1 Prozent zulegen, nach 1,9 Prozent im zu Ende gehenden Jahr (Tabelle 3). Im Jahr 2009 wird die Konjunktur nicht zuletzt dank einer neuerlichen Belebung der Auslandsnachfrage wieder an Schwung gewinnen. Wir rechnen mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 1,7 Prozent, eine Rate, die in etwa dem Wachstum des Produktionspotentials entsprechen dürfte. Vor dem Hintergrund einer zunächst flauen konjunkturellen Entwicklung wird sich die Inflation im Prognosezeitraum wohl nicht deutlich beschleunigen. Die Arbeitslosigkeit verändert sich voraussichtlich wenig.

Tabelle 3:
Eckdaten zur Konjunktur in Japan 2006–2009

	2006	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	2,4	1,9	1,1	1,7
Inlandsnachfrage ^b	1,6	0,9	0,8	1,5
Privater Verbrauch	2,0	1,6	1,2	1,4
Staatskonsum	-0,4	0,6	1,1	1,2
Anlageinvestitionen	1,4	-0,4	-0,6	2,0
Unternehmensinvestitionen	4,3	1,8	0,9	2,9
Wohnungsbau	0,9	-7,5	-5,4	3,4
Öffentliche Investitionen	-7,6	-6,6	-3,1	-3,3
Lagerinvestitionen ^c	0,1	-0,1	0,0	0,0
Außenbeitrag ^c	0,8	0,9	0,4	0,2
Exporte	9,6	7,7	3,9	3,8
Importe	4,6	1,9	2,1	3,4
Verbraucherpreise	0,2	0,0	0,2	0,2
Arbeitslosenquote ^d	4,1	4,0	4,0	3,8
Leistungsbilanzsaldo ^e	4,0	4,8	5,2	5,0
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo ^e	-2,4	-3,5	-3,3	-3,0

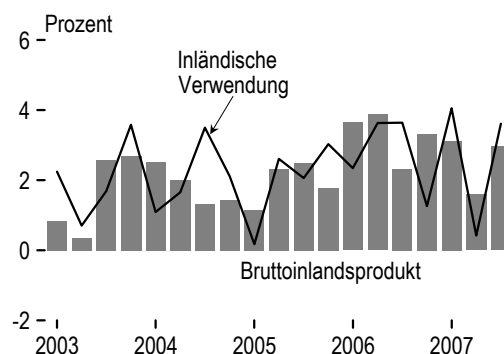
^aPrognose. — ^bReal. — ^cVeränderung in Prozent des realen Bruttoinlandsprodukts des Vorjahres. — ^dIn Prozent der Erwerbspersonen. — ^eIn Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Cabinet Office (2007); OECD (2007a, 2007b); eigene Berechnungen und Prognosen.

Konjunkturdelle im Euroraum

Der Aufschwung im Euroraum hat sich im Verlauf des Jahres 2007 in etwas abgeschwächtem Tempo fortgesetzt. Nachdem das reale Bruttoinlandsprodukt im Verlauf des ersten Halbjahrs mit einer laufenden Jahresrate von 2,2 Prozent etwa so stark wie das Produktionspotential gestiegen war, nahm die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung im dritten Quartal bei einem Zuwachs der Produktion um 2,9 Prozent (laufende Jahresrate) wieder deutlich zu (Abbildung 20). Haupttriebkräfte der Expansion waren die Investitionen und die Exporte, während der private Konsum in etwas verlangsamtem Tempo zunahm. Ausschlaggebend für die Abschwächung beim Konsum war die Mehrwertsteuererhöhung in Deutschland; im übrigen Euroraum expandierten die Ausgaben der privaten Haushalte in wenig verändertem Tempo (Abbildung 21). Allerdings spricht vieles dafür, dass die Wirtschaftsleistung im vierten Quartal nur noch verhalten zugenommen hat. So haben sich Geschäftsklima und Verbrauchervertrauen seit Mitte des Jahres deutlich verschlechtert (Abbildung 22), die Auftragseingänge in der Industrie neigten zuletzt ebenso zur Schwäche wie die Industrieproduktion.

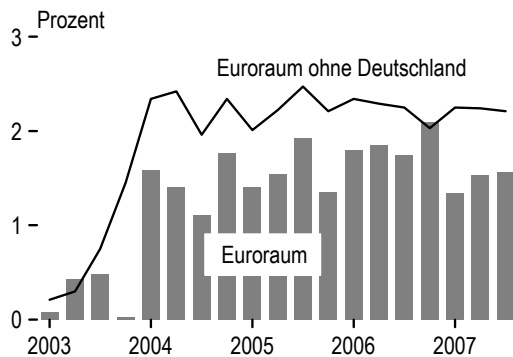
Abbildung 20:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Euroraum 2003–2007^a



^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Eurostat (2007); eigene Berechnungen.

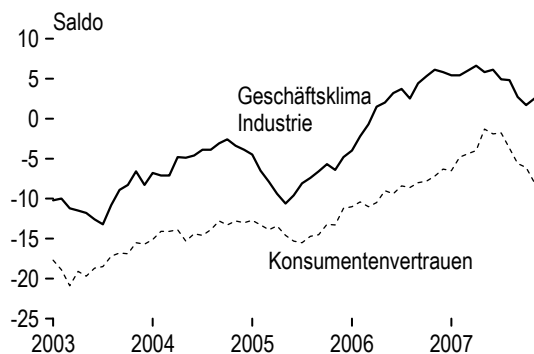
Abbildung 21:
Privater Konsum im Euroraum und im Euroraum ohne Deutschland 2003-2007^a



^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Eurostat (2007); eigene Berechnungen.

Abbildung 22:
Stimmungsindikatoren in Euroland 2003-2007^a



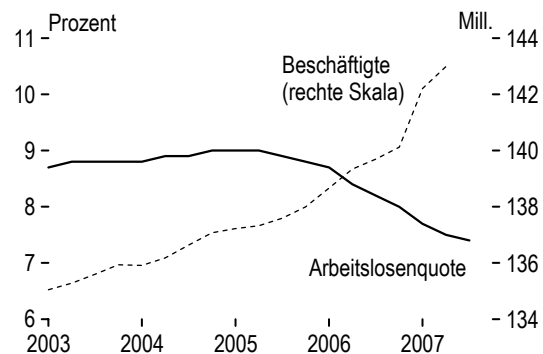
^aSaisonbereinigt.

Quelle: Europäische Kommission (2007).

Positiv entwickelt hat sich bis zuletzt der Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenquote sank im November auf 7,2 Prozent; Ende 2006 hatte sie noch bei 8 Prozent gelegen (Abbildung 23).¹⁰ Die Zahl der Beschäftigten expandierte im Jahresverlauf kräftig und dürfte im Jahr 2007 ihr

¹⁰ Die Daten für die Arbeitslosenquote im Euroraum haben sich aufgrund einer Standardisierung der Methodik deutlich verändert. Das Niveau der Arbeitslosigkeit erhöhte sich vor allem für die vergangenen drei Jahre deutlich, um durchschnittlich 0,4 Prozentpunkte gegenüber den zuvor veröffentlichten Werten. Dies war ganz überwiegend durch eine Revision der deutschen Arbeitsmarktstatistik bedingt (EZB 2007a: 56-59).

Abbildung 23:
Arbeitsmarkt im Euroraum 2003-2007^a



^aSaisonbereinigt.

Quelle: Eurostat (2007).

Vorjahresniveau um rund 1,5 Prozent übersteigen. Bislang hat die günstige Beschäftigungsentwicklung nur eine moderate Beschleunigung des Lohnkostenauftriebs zur Folge gehabt. Das Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer erhöhte sich um wenig mehr als 2 Prozent, die nominalen Lohnstückkosten stiegen mit einer Rate von reichlich 1 Prozent weiterhin verhalten. Offenbar ist die strukturelle Arbeitslosigkeit im Euroraum spürbar gesunken. Auch erhöhte sich das Arbeitskräftepotential aufgrund einer Zunahme der Erwerbsbeteiligung, vor allem von Frauen und älteren Erwerbspersonen. Nur in wenigen Ländern – beispielsweise in den Niederlanden – scheint der Arbeitsmarkt bereits so angespannt zu sein, dass mit erheblich höheren Lohnabschlüssen zu rechnen ist. In den großen Ländern zeichnet sich eine solche Entwicklung noch nicht ab.¹¹ In Spanien und in Irland dürfte sich die Arbeitsmarktlage sogar allmählich entspannen, nachdem die Baukonjunktur dort ihren Höhepunkt überschritten hat. Alles in allem wird sich der Lohnanstieg im Euroraum im Prognosezeitraum zwar etwas beschleunigen, er wird sich aber nach wie vor in einem Rahmen

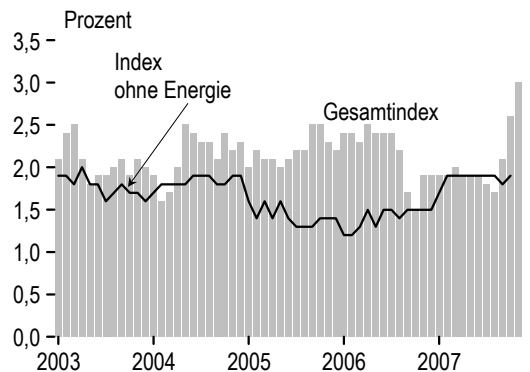
¹¹ In Deutschland hat sich der Lohnanstieg in diesem Jahr zwar merklich beschleunigt, und für 2008 und 2009 ist ein noch etwas höherer Lohnzuwachs zu erwarten. Da die Jahre zuvor jedoch von einer ausgeprägten Lohnzurückhaltung gekennzeichnet waren, ist die Entwicklung immer noch als stabilitätsgerecht einzuschätzen (Boss et al. 2007).

bewegen, der mit dem Stabilitätsziel der EZB vereinbar ist.

Die EZB hat angesichts der Unsicherheit über die Auswirkungen der Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten im September auf eine Zinserhöhung verzichtet, auf die sie die Märkte bereits vorbereitet hatte. Anders als vielfach erwartet, hat sich die Situation an den Finanzmärkten bis zuletzt nicht entspannt. Zwar erholten sich die Aktienkurse weitgehend wieder, doch der Geldmarkt ist von normalen Verhältnissen nach wie vor weit entfernt. Immer noch müssen Banken für Dreimonatsgeld gegenüber dem Hauptrefinanzierungssatz der EZB einen deutlich erhöhten Zinsaufschlag zahlen, sofern sie überhaupt Liquidität am Interbankenmarkt erhalten. Die bislang vorliegenden Informationen deuten darauf hin, dass die Kreditvergabe von den Banken seit dem Sommer restriktiver gehandhabt wird; so haben sie die Kreditvergabestandards ausweislich des Bank Lending Survey der EZB deutlich angezogen. Auch sind die Kreditzinsen offenbar etwas gestiegen. Wieweit die Finanzierungsmöglichkeiten von Haushalten und Unternehmen davon beeinträchtigt worden sind, lässt sich freilich noch nicht verlässlich abschätzen. Vor diesem Hintergrund hat die EZB bislang eine abwartende Position eingenommen.

Während sich die Konjunkturrisiken infolge der Finanzmarktprobleme und der Aufwertung des Euro erhöht haben, sind auch die Gefahren für die Preisniveaustabilität nach wie vor beträchtlich. Dies wird von der EZB in ihrer Kommunikation mit den Märkten immer wieder hervorgehoben (Kasten 2). Die aktuelle Inflationsrate von 3,0 Prozent (Abbildung 24) ist zwar auch das Resultat eines Basiseffekts – im Vergleichsmonat des Vorjahres war das Preisniveau infolge rückläufiger Ölpreise gesunken – und einer einmaligen Preisniveauerhöhung durch die Mehrwertsteueranhebung und die Einführung von Studiengebühren in Deutschland. Sie überzeichnet von daher die zugrunde liegende Preisdynamik. Aber eine reichliche Liquiditätsausstattung – die Geldmenge M3 und das Kreditvolumen expandieren nach wie vor –

Abbildung 24:
Verbraucherpreise in Euroland 2003–2007^a



^aVeränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Eurostat (2007); eigene Berechnungen.

mit zweistelligen Raten – sowie die im Jahresverlauf gestiegene gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung, welche die Preiserhöhungsspielräume der Unternehmen vergrößert hat, deuten auf Inflationsrisiken hin. Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass die EZB den Hauptrefinanzierungssatz in den kommenden Monaten unverändert lässt.

Um eine Vorstellung über das weitere Vorgehen der EZB zu gewinnen, haben wir eine Reaktionsfunktion verwendet, die die Zinsentwicklung in Abhängigkeit von der erwarteten Inflation und der Produktionslücke in der Vergangenheit sehr genau beschreibt.¹² Allerdings ist es in der gegenwärtigen Situation erforderlich, die von uns bislang verwendete Gleichung geringfügig zu modifizieren, weil die Verwerfungen am Geldmarkt, die seit dem dritten Quartal des laufenden Jahres zu beobachten sind, nicht durch das Modell beschrieben werden können. Aus diesem Grund haben wir die Spezifikation der Gleichung um eine (Impuls-) Dummy-Variable erweitert, die im dritten Quartal 2007 den Wert 1 und sonst den Wert 0

¹⁴Für eine genauere Beschreibung der verwendeten Daten vgl. auch Gern et al. (2006: Kasten 1).

Kasten 2:

Zentralbankkommunikation in Zeiten erhöhter Unsicherheit

Als wichtiger Akteur in der Wirtschaft des Euroraums wird die Europäische Zentralbank (EZB) von den Finanzmärkten und von der Öffentlichkeit genau beobachtet. Von den vielen Kommunikationsinstrumenten, die der EZB zur Verfügung stehen, werden die Ausführungen des EZB-Rats, die nach jeder Entscheidung über die Veränderungen des Leitzsatzes vom Zentralbankpräsidenten vorgestellt werden, am meisten beachtet. Die Akteure an den Finanzmärkten versuchen, diesen Darstellungen Hinweise über zukünftige Zinsentscheidungen zu entnehmen.

Über die Jahre haben die Marktteilnehmer damit begonnen, bestimmte Schlüsselwörter mit Absichten über künftige Zinsentscheidungen zu assoziieren (vgl. Rosa und Verga 2005). Ein prominentes Beispiel sind die Formulierungen *vigilant* oder *strong vigilance* im Zusammenhang mit der Einschätzung der Preisentwicklung durch die EZB. Deren Verwendung wird dahingehend interpretiert, dass eine Zinserhöhung unmittelbar bevorsteht. Bestärkt wurden Zinserhöhungserwartungen, wenn die EZB erklärte, ihre Geldpolitik sei „*accommodative*“ oder „*on the accommodative side*“.

Seit den Ausführungen am 4. Oktober 2007 müssen sich die Finanzmärkte auf ein neues Vokabular einstellen. Die EZB erklärte, dass sie bereit sei, den Risiken für die Preisstabilität entgegenzuwirken (*ready to counter upside risks to price stability*). Könnte es sein, dass diese Formulierung den Begriff *vigilance* ersetzt und somit weitere Zinserhöhungen ankündigt? Indizien hierfür ergeben sich aus einem Vergleich der Ausführungen des EZB-Rats vom Oktober und November/Dezember. Während man im Oktober lesen konnte „*the information that has become available has confirmed that the medium-term outlook for price stability remains subject to upside risks*“, wurden im November bzw. Dezember die Vermerke „*fully confirms*“ (EZB 2007c) bzw. „*has fully confirmed*“ (EZB 2007d) eingefügt.

Allerdings sprechen vier Gründe gegen weitere Zinsanhebungen in der näheren Zukunft. (1) Die EZB hat vor dem Hintergrund der Kreditmarkturbulenzen ihren vorherigen Zinserhöhungskurs während der jüngsten vier Zinsentscheidungstermine ausgesetzt und außerdem klar gemacht, dass sie angesichts der erhöhten Unsicherheit (*heightened uncertainty*) einen abwartenden Kurs eingeschlagen hat.^a (2) Die EZB hat wie oben erwähnt den Ausdruck „*monetary policy is still on the accommodative side*“ nicht mehr verwendet, der vorher in jedem Statement seit November 2005 auftauchte.^b (3) Der Dreimonatssatz am Geldmarkt, zu dem sich Banken gegenseitig Liquidität bereitstellen, weist noch immer einen ungewöhnlich hohen Risikoaufschlag über den maßgeblichen Leitzatz auf; dies wirkt im Prinzip wie eine restriktivere Geldpolitik. Die EZB bezeichnet diese Entwicklung als „*tensions*“ und hat immer wieder klar gemacht, dass sie bereit steht, diesen Verspannungen entgegen zu wirken. (4) Die Finanzmärkte erwarten, dass die EZB den maßgeblichen Leitzins in den nächsten Monaten bei 4 Prozent belassen wird, ablesbar an den Preisen der Futures. Dies impliziert, dass es für die EZB schwierig wird, von diesen Erwartungen abzuweichen, sollte es keine neuen Informationen geben.

Es ist daher wichtig zu verstehen, welche Rolle die verstärkte Unsicherheit an den Finanzmärkten für die Änderung des Vokabulars gespielt hat. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass die EZB nie eine genaue, beabsichtigte Interpretation der in den Ausführungen benutzten Ausdrücke kommuniziert hat.^c Derzeit müssen die Marktteilnehmer also erst lernen, was die geänderte Wortwahl des EZB-Rats hinsichtlich dessen Einschätzung der Lage bedeutet. Gerade in Zeiten erhöhter Unsicherheit sollte eine Zentralbank aber sicherstellen, dass sie von den Finanzmärkten auf Anhieb richtig verstanden wird.

Für eine effektive Geldpolitik ist es sicherlich von Vorteil, dass die EZB in der Lage ist, die öffentlichen Erwartungen zu beeinflussen; und dies ist sicherlich eine Folge ihrer hohen Glaubwürdigkeit. Allerdings ist es in gleichem Maße wichtig, die Glaubwürdigkeit zu erhalten wie sie zu erlangen. Da die EZB eine große Glaubwürdigkeit aufgebaut hat und ihre Kommunikation effektiv ist, können schon kleine Kommunikationsfehler große ungewollte Wirkungen entfalten. Aus diesem Grund ist es möglich, dass die EZB sich gerade in unsicheren Zeiten nicht durch ihre Kommunikation festlegen möchte und aus diesem Grund seit dem Ausbruch der Finanzmarkturbulenzen auf den Gebrauch der schon mit relativ eindeutigen Interpretationen belegten Schlüsselwörter der Vergangenheit verzichtet hat. Dadurch erhofft sie sich, alle Optionen offenzuhalten, um flexibel auf neue Informationen reagieren zu können, ohne dass sich die Finanzmärkte im Vorfeld schon mit zu hoher Wahrscheinlichkeit auf ein bestimmtes Szenario festgelegt hätten. Nichtsdestotrotz sollte sie in ihren Kommunikationen dafür sorgen, dass ihre Wortwahl von der Öffentlichkeit nicht auf fundamental andere Weise interpretiert wird, als sie es beabsichtigt.

^aIn den Ausführungen zur Sitzung vom 6. Dezember 2007 heißt es zum Beispiel: „*However, the reappraisal of risk in financial markets is still evolving and is accompanied by continued uncertainty about the potential impact on the real economy. We will therefore monitor very closely all developments.*“ — ^bDer maßgebliche Leitzinssatz wurde in diesem Zeitraum kontinuierlich von 2 Prozent (November 2005) auf 4 Prozent (Juni 2007) erhöht. — ^cDer Zentralbankpräsident hat allerdings öffentlich bestätigt, dass das Wort *vigilant* wohl „*de facto, great signaling value*“ hat (vgl. EZB 2007b).

annimmt.¹³ Aus der Schätzung folgt, dass der Geldmarktzins nach den makroökonomischen Fundamentaldaten (Inflationserwartungen, Produktionslücke) im Prognosezeitraum knapp über 4,0 Prozent liegen dürfte (Abbildung 25).¹⁴ Wir legen unserer zentralen Prognose deshalb einen bis Ende 2009 unveränderten Leitzins zugrunde. Allerdings haben sich die durch die Finanzmarkturbulenzen erhöhten Risikoprämien bislang noch nicht zurückgebildet, und wir rechnen damit, dass das Dreimonatsgeld auch im ersten Halbjahr des kommenden Jahres noch rund 4,5 Prozent kostet. Wir rechnen damit, dass sich die Lage zur Jahresmitte 2008 normalisieren wird. Sollte dies nicht der Fall sein, ist es wahrscheinlich, dass die EZB mit einer leichten Zinssenkung reagieren wird, um den effektiven Zins, mit dem die Banken konfrontiert sind, auf das fundamental gerechtfertigte Niveau zu bringen. Sollte sich darüber hinaus die konjunkturelle Expansion im Euroraum spürbar stärker abschwächen als von uns erwartet, würde die EZB das Zinsniveau wohl sogar deutlich senken.

Die Finanzpolitik im Euroraum war im Jahr 2007 merklich restriktiv ausgerichtet. Das strukturelle Defizit im konsolidierten Staatshaushalt dürfte um nahezu 0,5 Prozentpunkte

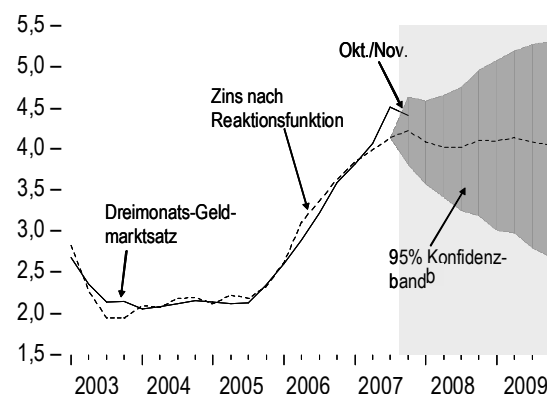
¹³ Es ergibt sich folgende Schätzgleichung:

$$i_t = 0,64 \underset{(10,5)}{\left[i_{t-1} - 0,37 \underset{(6,5)}{D_t^{07Q3}} \right]} + (1 - 0,64) \left[\underset{(14,9)}{0,77 \Delta y_t^* + \pi^*} + \underset{(3,1)}{2,56(E_t \pi_{t+4} - \pi^*)} + \underset{(5,9)}{1,10(y_t - y_t^*)} \right] + 0,37 \underset{(6,5)}{D_t^{07Q3}} + \hat{\varepsilon}_t,$$

wobei i_t den Dreimonats-Geldmarktzins, Δy_t^* den zeitvariablen Anstieg des Produktionspotentials, π_t^* die Zielinflationsrate der EZB (die wir auf 1,9 Prozent setzen), $E_t \pi_{t+4}$ die Inflationserwartung über vier Quartale, $y_t - y_t^*$ die Produktionslücke, D_t^{07Q3} die Dummy-Variable und $\hat{\varepsilon}_t$ das Residuum der Gleichung bezeichnet.

¹⁴ Da die Zinsgleichung vorausschauende Inflationserwartungen enthält, ist die Prognose für 2009 bedingt durch die erwarteten Inflationsraten für das Jahr 2010. Wir haben hier für 2010 Inflationsraten von 2,1 Prozent für das erste Halbjahr und 2,0 Prozent für das zweite Halbjahr unterstellt.

Abbildung 25:
Zinsentwicklung im Euroraum^a 2003–2009



^aZinssatz für Dreimonatsgeld (EURIBOR). — ^bErmittelt über Bootstrap-Simulation.

Quelle: EZB (2007a); eigene Berechnungen und Prognosen.

zurückgegangen sein. Besonders deutlich sank es in Deutschland, Italien und Portugal, während sich der strukturelle Haushaltssaldo, gemessen am Bruttoinlandsprodukt in den Niederlanden und in Irland, wohl um mehr als einen Prozentpunkt verschlechtert hat. Darüber hinaus ergaben sich konjunkturell bedingt Mehreinnahmen und Minderausgaben, so dass sich das Budgetdefizit im Euroraum insgesamt wohl von 1,5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt auf 0,8 Prozent verringerte. Für das kommende Jahr und für 2009 erwarten wir ein etwas höheres Haushaltsdefizit (Tabelle 4). Die Politik in Deutschland und Italien legt nach Jahren der Rückführung des strukturellen Defizits eine Konsolidierungspause ein, und die Finanzpolitik in Frankreich ist 2008 sogar merklich expansiv ausgerichtet.

Die konjunkturellen Aussichten für den Euroraum haben sich in den vergangenen Monaten verschlechtert. Die vorlaufenden Indikatoren, etwa der EUROFRAME-Indikator (Abbildung 26) deuten auf eine schwächere Expansion der wirtschaftlichen Aktivität hin. Die monetären Rahmenbedingungen haben sich mit dem Anziehen der Geldmarktzinsen und der deutlichen Aufwertung des Euro spürbar verschlechtert. Gleichzeitig haben sich auch die Perspektiven für die Auslandskonjunktur eingetrübt, so dass mit einer deutlichen Verringerung des Exportanstiegs zu rechnen ist. Schließ-

Tabelle 4:

Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2006–2009

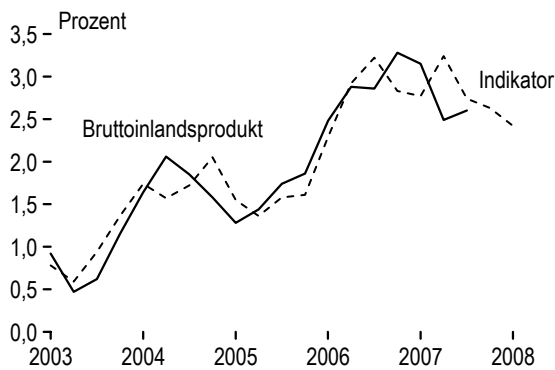
	2006	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	2,8	2,6	1,9	2,1
Inlandsnachfrage ^b	2,5	2,3	2,1	2,0
Privater Verbrauch	1,9	1,5	1,8	1,9
Staatsverbrauch	1,9	2,1	2,1	2,0
Anlageinvestitionen	5,2	4,8	1,9	2,7
Vorratsveränderungen ^{c,d}	-0,1	0,0	0,1	0,0
Außenbeitrag ^d	0,2	0,4	-0,1	0,1
Exporte ^b	7,9	6,5	3,9	4,2
Importe ^b	7,6	5,8	4,3	4,1
Verbraucherpreise ^e	2,2	2,3	2,7	2,3
Arbeitslosenquote ^f	8,3	7,8	7,5	7,3
Leistungsbilanzsaldo ^g	0,0	0,1	-0,3	-0,4
Budgetsaldo ^g	-1,5	-0,8	-1,1	-1,0

^aPrognose. — ^bReal, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — ^cPrivater Sektor. — ^dBeitrag zur Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt. — ^eHarmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI); Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — ^fIn Prozent der Erwerbspersonen. — ^gIn Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Eurostat (2007); eigene Berechnungen und Prognosen.

Abbildung 26:

EUROFRAME-Indikator und reales Bruttoinlandsprodukt in Euroland 2003–2008^{a,b}



^aReal. — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr.

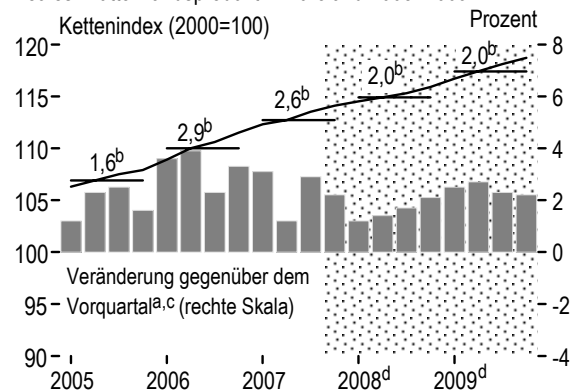
Quelle: Eurostat (2007); EUROFRAME (2007a).

lich hat die monetäre Straffung der vergangenen zwei Jahre die Wohnungsbauaktivität, die in einer Reihe von Ländern bis in das laufende Jahr hinein sehr kräftig expandiert hatte, gebremst. Der Produktionsanstieg dürfte in den

kommenden Quartalen zwar hinter dem Potentialwachstum zurückbleiben, ein Abgleiten in eine Rezession erwarten wir jedoch nicht. So dürfte der private Konsum angesichts weiter deutlich zunehmender real verfügbarer Einkommen nur wenig an Fahrt verlieren, und auch die Unternehmensinvestitionen werden vor dem Hintergrund der hohen Kapazitätsauslastung und einer hohen Liquidität im Unternehmenssektor aufwärts gerichtet bleiben. Gegen Ende des kommenden Jahres dürfte die Konjunktur dank des Abklingens der restriktiven Wirkungen der Aufwertung – für den Prognosezeitraum sind konstante Wechselkurse unterstellt – wieder etwas Fahrt aufnehmen, die Expansion wird aber auch 2009 wohl nur eine mäßige Dynamik entfalten (Abbildung 27). Im Ergebnis dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt 2008 und 2009 um jeweils 2 Prozent zulegen (Tabelle 5). Die Arbeitslosigkeit wird sich bei dieser Entwicklung nur noch verringern. Die Inflationsrate geht im Verlauf des kommenden Jahres zwar deutlich zurück, sie bleibt aber im Jahresdurchschnitt mit 2,3 Prozent über der Marke von 2 Prozent und fällt 2009 nur wenig darunter.

Abbildung 27:

Reales Bruttoinlandsprodukt in Euroland 2005–2009^a



^aLaufende Jahresrate. — ^bUrsprungswerte. — ^cAuf Jahresrate hochgerechnet. — ^dAb 2007 IV: Prognose.

Quelle: Eurostat (2007); eigene Berechnungen und Prognosen.

Weltwirtschaftliche Dynamik flaut ab

Tabelle 5:

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den EU-Ländern 2007, 2008 und 2009

	Gewicht ^a	Bruttoinlandsprodukt ^b			Verbraucherpreise ^{b,c}			Arbeitslosenquote ^d		
		2007 ^e	2008 ^e	2009 ^e	2007 ^e	2008 ^e	2009 ^e	2007 ^e	2008 ^e	2009 ^e
Deutschland	20,1	2,6	1,9	1,6	2,1	2,2	1,9	8,0	7,6	7,3
Frankreich	15,5	2,0	1,7	1,9	1,6	2,0	1,7	8,7	8,2	8,0
Italien	12,7	1,7	1,2	1,5	2,0	2,2	1,7	6,0	5,8	5,6
Spanien	8,4	3,7	2,6	2,5	2,8	3,2	2,6	8,1	8,3	8,5
Niederlande	4,6	2,9	2,3	2,2	1,7	2,0	2,1	3,1	2,9	2,6
Belgien	2,7	2,4	1,8	2,0	1,8	2,1	1,8	7,5	7,3	7,0
Griechenland	2,2	3,8	3,0	2,9	2,8	3,1	3,0	8,5	8,0	7,7
Österreich	1,4	3,2	2,2	2,3	2,1	2,4	1,8	4,3	4,1	4,0
Irland	2,1	5,1	4,0	4,5	2,8	2,3	2,0	4,5	5,0	5,2
Finnland	1,3	4,3	3,2	3,4	1,5	2,0	2,2	6,7	6,4	6,1
Portugal	1,5	1,7	1,8	2,0	2,5	2,5	2,2	8,0	7,9	7,6
Luxemburg	0,3	5,0	4,0	4,0	2,5	3,0	2,8	4,7	4,4	4,2
Slowenien	0,3	5,2	4,5	4,8	3,5	3,5	3,7	5,0	4,6	4,4
Vereinigtes Königreich	16,3	3,0	1,7	2,3	2,3	2,1	2,0	5,5	5,7	5,5
Schweden	2,6	3,5	2,6	2,8	1,7	2,3	2,5	6,1	5,9	5,7
Dänemark	1,9	1,9	1,4	1,5	1,9	2,4	2,3	3,0	2,8	2,7
Polen	2,3	6,3	5,5	5,3	2,4	3,3	3,0	9,5	7,5	6,8
Tschechien	1,0	5,7	5,0	5,0	2,6	4,0	3,0	6,0	5,5	5,2
Ungarn	0,8	2,0	3,0	4,0	7,7	4,2	3,5	7,3	7,1	6,8
Rumänien	0,8	8,5	7,0	6,0	4,8	5,5	5,5	7,1	6,9	6,7
Slowakei	0,4	8,8	7,2	6,5	2,7	3,0	2,8	11,2	9,5	8,8
Litauen	0,2	9,0	6,8	6,0	5,9	6,8	6,5	4,2	4,0	4,0
Bulgarien	0,2	6,5	6,0	6,0	7,5	8,8	6,5	7,5	6,8	6,3
Zypern	0,1	3,8	3,5	4,0	2,2	2,3	2,1	4,3	4,1	3,9
Lettland	0,1	10,7	8,5	6,0	9,8	11,0	8,0	5,8	5,5	5,5
Estland	0,1	8,0	6,5	6,5	6,5	7,0	5,5	4,9	4,8	4,7
Malta	0,0	3,0	2,8	3,0	1,0	2,0	2,0	6,8	6,6	6,5
Europäische Union	100,4	2,9	2,2	2,3	2,2	2,4	2,1	7,0	6,7	6,4
Nachrichtlich:										
Europäische Union 15	94,2	2,7	1,9	2,1	2,1	2,3	2,0	6,8	6,6	6,4
Beitrittsländer ^f	6,4	6,2	5,5	5,3	3,9	4,3	3,8	7,8	6,8	6,3
Euroraum	73,3	2,6	2,0	2,0	2,1	2,3	1,9	7,2	7,0	6,8
Euroraum ohne Deutschland	53,2	2,6	2,0	2,1	2,0	2,3	2,0	6,9	6,7	6,6

^aAuf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2006 (Prozent). — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cHarmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — ^dStandardisierte Arbeitslosenquote (Prozent) nach dem ILO-Konzept. Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2005. — ^ePrognose. — ^fSeit 2004.

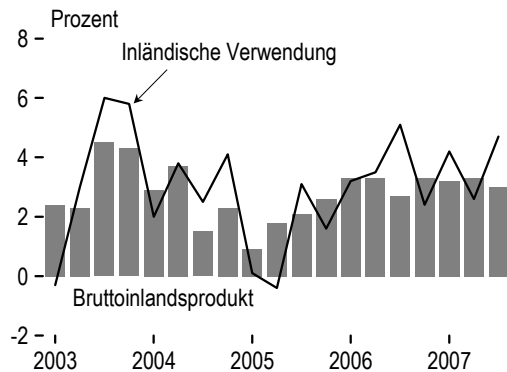
Quelle: Eurostat (2007); OECD (2007a); eigene Berechnungen und Prognosen.

Allmählich nachlassende Dynamik im Vereinigten Königreich

Das Vereinigte Königreich befindet sich nun seit fast zwei Jahren in einer Phase robuster konjunktureller Expansion. Seit Anfang 2006 expandiert die gesamtwirtschaftliche Produk-

tion in hohem Tempo (Abbildung 28). Im Jahresverlauf 2007 entwickelte der Konsum trotz der steigenden Zinsen und der nur verhalten zunehmenden Realeinkommen sogar neuen Schwung. Die Gründe hierfür dürften zum Teil in bislang recht optimistischen Erwartungen hinsichtlich einer künftig nachlassenden Belastung durch Inflation und Steuern gelegen ha-

Abbildung 28:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Vereinigten Königreich
2003–2007^a



^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Office for National Statistics (2007).

ben, zum Teil scheinen sie Ausdruck größerer Wirkungsverzögerungen der Zinspolitik zu sein.¹⁵ Die Staatsausgaben stiegen 2007 hingegen entsprechend der politischen Vorgaben verlangsamt. Die Ausweitung der privaten Investitionen, die 2006 außerordentlich kräftig expandierten, beruhigte sich im Jahresverlauf zwar, überstieg aber nach wie vor das Tempo der gesamtwirtschaftlichen Expansion. Hier dürfte das Erweiterungsmotiv eine wichtige Rolle gespielt haben. Auch die außenwirtschaftliche Entwicklung war nach der außergewöhnlichen Dynamik des Vorjahres von einer Beruhigung geprägt. Dies kam bei den Exporten stärker zum Tragen als bei den Importen, so dass der Außenbeitrag 2007 insgesamt leicht rückläufig gewesen sein dürfte.

Trotz des anhaltend kräftigen Produktionsanstiegs ist die Arbeitslosenquote seit Mitte 2006 nur wenig, auf zuletzt 5,4 Prozent, zurückgegangen. Die Beschäftigung nahm nur zögerlich zu. Dies beruht größtenteils auf einer langsameren Beschäftigungsausweitung im öffentlichen Sektor. Darüber hinaus bremst auch

¹⁵ Die effektiven Zinsen, die Haushalte auf ihre Kredite zahlen, sind von August 2006 bis zum Herbst 2007 nur halb so viel gestiegen wie der Leitzins. Dies beruht entscheidend auf dem gestiegenen Anteil von Krediten mit längerfristiger Zinsbindung (Bank von England 2007: 17, 19).

der Mangel an adäquat qualifizierten Arbeitskräften den Beschäftigungsaufbau.

Der Verbraucherpreisanstieg hat sich wieder beruhigt. Nachdem die Inflationsrate insbesondere aufgrund starker Energiepreissteigerungen über 14 Monate hinweg den Zielwert der Bank von England überschritten hatte, liegt sie seit Juli 2007 wieder in der Nähe von 2 Prozent. Nachdem sich der Immobilienpreisanstieg bereits seit geraumer Zeit verlangsamt hatte, begannen die Immobilienpreise im Herbst sogar zu sinken.

Anfang Dezember 2007 hat die Zentralbank den Leitzins um 25 Basispunkte auf 5,5 Prozent gesenkt. Ausschlaggebend hierfür dürfte die neuerliche Verteuerung der Interbankenkredite seit Ende November gewesen sein, die akute Liquiditätssengpässe am Geldmarkt signalisierte. Mit der jüngsten Zinssenkung will die Bank von England vor allen Dingen verhindern, dass sich aus den aktuellen Liquiditätssengpässen am Geldmarkt eine umfassende Kreditklemme entwickelt. Eine akute Verteuerung und Verknappung von Krediten trüfe insbesondere die zumeist hoch verschuldeten Hausbesitzer, die auf eine – weitere – Verteuerung ihrer Immobilienfinanzierung mit einer womöglich drastischen Einschränkung ihrer Konsumausgaben reagieren würden und vielfach gar vor der Zwangsversteigerung stünden. Wir gehen davon aus, dass die Bank von England den Leitzins im kommenden Jahr um weitere 100 Basispunkte zurücknehmen wird, um einer drastischen Abschwächung der Konjunktur entgegenzuwirken. Damit wirkt die Geldpolitik im Prognosezeitraum leicht anregend. Die Finanzpolitik wird dagegen leicht restriktiv ausgerichtet sein. Der Anstieg der Staatsausgaben wird entsprechend den finanzpolitischen Planungen hinter dem Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion zurückbleiben, während die Einnahmen progressionsbedingt tendenziell steigen. Das gesamtstaatliche Defizit dürfte dennoch 2008 konjunkturbedingt etwas zunehmen.

Im Prognosezeitraum wird die konjunkturelle Dynamik zunächst deutlich nachlassen und im späteren Verlauf wieder zunehmen. Die Ausweitung des privaten Konsums wird sich im kommenden Jahr merklich verlangsamen, zum

einen weil die Einkommensentwicklung verhalten sein wird, zum anderen weil die bereits hoch verschuldeten Haushalten zunehmend durch steigende Zinsforderungen belastet werden – auch wenn die jüngste Zinswende den Anstieg der Zinsbelastung begrenzen wird. Die Ausweitung der Investitionen wird sich vorübergehend ebenfalls verlangsamen, vor allem weil sich die Absatz- und Ertragserwartungen verschlechtern. Zudem wird sich die Konjunktur im Euroraum nur vorübergehend verlangsamen. Im Jahr 2009 dürfte die Belebung der Konjunktur im Euroraum dann anregend wirken. Alles in allem erwarten wir, dass das Bruttoinlandsprodukt in den kommenden beiden Jahren um 1,7 Prozent und 2,3 Prozent zunehmen wird, nach einem Anstieg von 3,0 Prozent in diesem Jahr (Tabelle 6). Der Verbraucherpreisanstieg wird sich in den kommenden beiden Jahren wieder bei etwa 2 Prozent einpendeln, nach 2,3 Prozent in diesem Jahr.

Tabelle 6:
Eckdaten zur Konjunktur im Vereinigten Königreich 2006–2009

	2006	2007 ^a	2008 ^a	2009 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	2,8	3,0	1,7	2,3
Inlandsnachfrage	2,9	3,6	2,2	2,3
Privater Verbrauch	2,0	3,2	2,0	2,0
Staatsverbrauch	2,1	1,6	1,9	1,9
Anlageinvestitionen	8,2	5,7	3,0	3,9
Vorratsveränderungen ^c	-0,2	0,2	0,0	0,0
Außenbeitrag ^c	-0,2	-0,6	-0,5	-0,1
Exporte	10,3	-4,2	4,5	4,7
Importe	9,8	-1,8	5,6	4,5
Verbraucherpreise ^d	2,0	2,3	2,1	2,0
Arbeitslosenquote ^e	4,8	5,5	5,7	5,5
Leistungsbilanzsaldo ^f	-3,1	-3,3	-3,1	-2,9
Budgetsaldo ^f	-3,2	-2,9	-3,3	-2,8

^aPrognose. — ^bReal; Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. — ^cBeitrag zur Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt. — ^dHarmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — ^eIn Prozent der Erwerbspersonen. — ^fIn Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Office for National Statistics (2007); eigene Prognosen.

Weiterhin robuste Entwicklung in den Schwellenländern

In der zweiten Jahreshälfte 2007 legte die gesamtwirtschaftliche Produktion in den Schwellenländern weiter stark zu. Der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts blieb insbesondere in China und Indien auf einem hohen Niveau. In einigen Ländern beschleunigte sich die Inflation aufgrund zunehmender Rohstoff- und Nahrungsmittelpreise sowie einer starken Inlandsnachfrage.

Der Produktionsanstieg in China bleibt auch in der zweiten Jahreshälfte 2007 kräftig. Mit einer voraussichtlichen Zuwachsrate des realen Bruttoinlandsprodukts von über 11 Prozent im Jahr 2007 expandiert die chinesische Wirtschaft nach wie vor sehr stark. Der größte Wachstumsbeitrag kommt weiterhin von den Investitionen und den Exporten. Der schwache Yuan – insbesondere gegenüber dem Euro – stützt den anhaltend hohen Handelsbilanzüberschuss. Der private Konsum expandiert aber ebenfalls kräftig, da die Realeinkommen spürbar zunehmen. Die Inflationsrate verharrt seit dem Sommer auf einem hohen Niveau von rund 6,5 Prozent. Die Zentralbank erhöhte daraufhin den Zinssatz für einjährige Anleihen im dritten Quartal erneut um 27 Basispunkte auf nunmehr 7,29 Prozent – den höchsten Stand seit Juni 1998. Wir erwarten, dass die Eindämmung der Inflation im Prognosezeitraum hohe Priorität in der wirtschaftspolitischen Ausrichtung genießt. Restriktive geldpolitische Maßnahmen und dämpfende Nachfrageeffekte aus dem Ausland werden zu einer leichten Abschwächung der Konjunktur im kommenden Jahr führen. Für das Jahr 2008 erwarten wir einen Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts von 10,7 Prozent, für 2009 einen von 9,9 Prozent (Tabelle 7).

Auch *Südkorea* dürfte an die positive konjunkturelle Entwicklung der vergangenen Jahre anknüpfen; im aktuellen Jahr wurde die gesamtwirtschaftliche Produktion voraussichtlich um 4,5 Prozent ausgeweitet. Wir erwarten für 2008 und 2009 eine anhaltend kräftige wirtschaftliche Expansion, die insbesondere durch

Weltwirtschaftliche Dynamik flaut ab

Tabelle 7:

Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in ausgewählten Schwellenländern und jungen Industrieländern 2006–2009

	Gewicht ^a	Bruttoinlandsprodukt ^b				Verbraucherpreise ^b			
		2006	2007 ^c	2008 ^c	2009 ^c	2006	2007 ^c	2008 ^c	2009 ^c
Südkorea	4,3	5,0	4,5	3,8	4,8	2,5	2,3	2,0	2,3
Indonesien	4,3	5,3	6,0	5,0	5,7	15,0	6,0	5,5	5,6
Taiwan	2,8	4,5	4,6	3,8	3,9	1,5	0,8	1,0	1,0
Thailand	2,4	4,8	4,3	4,5	4,6	4,6	2,2	2,6	2,1
Philippinen	1,8	5,2	5,5	4,6	5,4	6,5	4,0	4,0	3,3
Malaysia	1,3	5,9	5,5	4,6	5,6	3,5	2,2	2,5	2,3
Hongkong	1,0	6,5	6,4	4,8	5,6	2,0	2,0	2,2	3,3
Singapur	0,5	7,7	6,6	4,5	4,7	1,5	1,2	2,0	1,2
Insgesamt ^d	18,4	5,2	5,2	4,4	5,0	5,9	3,0	3,0	3,0
China	41,1	10,7	11,4	10,7	9,9	1,9	4,8	4,0	3,5
Indien	15,9	9,2	8,9	8,0	7,8	6,1	5,8	5,5	5,2
Asien insgesamt ^d	75,4	9,0	9,4	8,6	8,3	3,8	4,6	4,1	3,7
Brasilien	6,9	3,7	4,5	4,0	4,1	4,5	3,5	3,0	4,0
Mexiko	4,7	4,8	2,9	2,7	3,5	4,2	3,8	3,5	3,4
Argentinien	2,3	8,2	7,5	5,5	4,8	11,5	9,0	9,0	10,3
Kolumbien	1,5	6,8	6,0	5,0	4,4	4,5	4,5	4,0	4,0
Chile	0,8	4,2	6,2	5,0	5,2	3,2	3,2	3,0	3,1
Peru	0,7	7,2	6,8	5,5	5,3	2,0	1,2	1,5	2,6
Venezuela	0,7	9,5	6,5	4,5	3,8	15,0	17,5	16,0	18,5
Lateinamerika insgesamt ^d	17,7	5,2	4,9	4,1	4,1	5,6	4,8	4,5	5,2
Russland	6,9	6,8	7,2	6,5	6,2	10,5	8,5	9,0	7,7
Insgesamt ^d	100,0	8,2	8,4	7,6	7,4	4,6	4,9	4,5	4,3

^aGemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2005 nach Kaufkraftparitäten (Prozent). — ^bVeränderungen gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cPrognose. — ^dAufgeführte Länder.

Quelle: IMF (2007); OECD (2007b); nationale Statistiken; eigene Berechnungen und Prognosen.

die Exporte getragen wird. Ursächlich sind vor allem die weiter steigende Nachfrage aus China sowie das im Jahre 2007 abgeschlossene Freihandelsabkommen mit den Vereinigten Staaten; in der Folge ist mit einem deutlichen Anstieg der Exporte des Automobilsektors und der Textilindustrie zu rechnen.

In den *südostasiatischen Schwellenländern* verlief die Konjunktur im Jahr 2007 bei Zuwachsraten von 4 bis 6 Prozent ebenfalls sehr positiv. Die Inflation bewegt sich in allen Ländern auf einem moderaten Niveau. Wir erwarten eine weiterhin starke Expansion für die Region, die vor allem durch eine robuste Inlandsnachfrage getragen wird.

In *Indien* dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt im laufenden Jahr um 8,9 Prozent steigen. Die Wirtschaft profitiert von einer beschleunigten Investitionstätigkeit und einer kräftigen Steigerung der Produktivität. In den nächsten zwei Jahren wird allerdings die restriktive Geldpolitik der Zentralbank die wirtschaftliche Aktivität dämpfen. Von den Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten ist der indische Bankensektor offenbar nur wenig betroffen, allerdings dürften die Exporte aufgrund der schwächeren Nachfrage aus den Vereinigten Staaten merklich langsamer zunehmen. Nach vier Jahren sehr starker wirtschaftlicher Expansion erwarten wir einen etwas schwächeren Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts mit Ra-

ten von 8,0 Prozent für 2008 und 7,8 Prozent für 2009.

In *Lateinamerika* dürfte sich der Aufschwung fortsetzen, allerdings in etwas abgeschwächtem Tempo. Aufgrund verbesserter makroökonomischer Rahmenbedingungen und einer geringeren Abhängigkeit vom Export in die Vereinigten Staaten ist die wirtschaftliche Expansion in der Region robust. Außerdem stützen in vielen Ländern die hohen Rohstoffpreise die Konjunktur. Dennoch ist das Risiko für eine stärkere Dämpfung der konjunkturellen Dynamik mit der Eintrübung der Perspektiven für die US-Konjunktur. Insbesondere Mexiko ist aufgrund seiner Verflechtung mit den Vereinigten Staaten (mehr als 80 Prozent der Exporte gehen in die Vereinigten Staaten) betroffen. Dort zeigen sich seit dem Sommer erste dämpfende Effekte; die konjunkturelle Expansion verlangsamte sich aufgrund schwächerer Auslandsnachfrage merklich. Weiterhin hoch ist die wirtschaftliche Dynamik in den Andenstaaten. So dürften die Zuwachsraten des realen Bruttoinlandsprodukts in Chile, Peru und Kolumbien im Jahresdurchschnitt für 2007 jeweils über 6 Prozent liegen. Die Inflationsrate bleibt im lateinamerikanischen Raum auf einem moderaten Niveau, auch wenn sie in einigen Ländern aufgrund stark anziehender Nahrungsmittelpreise jüngst gestiegen ist und über den jeweiligen Zielen der Zentralbanken liegt. Die konjunkturelle Entwicklung in Brasilien und Argentinien ist weiterhin sehr positiv. Beide Länder profitierten von den steigenden Rohstoffpreisen. Aufgrund steigender Nahrungsmittelpreise dürfte sich die Inflation im Jahresdurchschnitt auf 4,5 Prozent in Brasilien und auf 9,0 Prozent in Argentinien belaufen. Nach wie vor sind die finanziellen und politischen Rahmenbedingungen günstig, so dass mit einem weiterhin starken Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts in beiden Ländern in den Jahren 2008 und 2009 zu rechnen ist. Allerdings dürfte sich der Anstieg in Argentinien aufgrund einer geringeren Ausweitung der Investitionen und der öffentlichen Ausgaben etwas verlangsamen.

Die wirtschaftliche Expansion in *Russland* verlief auch in der zweiten Jahreshälfte stärker

als erwartet. Insbesondere regte der hohe Ölpreis die Produktion an. Die Zuwachsrate des realen Bruttoinlandsprodukts dürfte im Jahr 2007 erneut über 7 Prozent liegen. Im Prognosezeitraum trägt eine expansive Fiskalpolitik zunehmend zum Anstieg der Nachfrage bei. Wegen einer restriktiveren Geldpolitik und der fortgesetzten realen Aufwertung des Rubel wird sich die Konjunktur in den nächsten beiden Jahren gleichwohl etwas abschwächen. Wir erwarten einen Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts von 6,5 Prozent im Jahr 2008 und 6,2 Prozent im Jahr 2009.

Ausblick: Weltwirtschaft verliert an Fahrt

Die Weltkonjunktur wird im kommenden Jahr merklich an Schwung verlieren. Die Produktion bleibt aber deutlich aufwärts gerichtet. Während das reale Bruttoinlandsprodukt in den Industrieländern spürbar schwächer steigen dürfte als das Produktionspotential, wird der Produktionsanstieg in den Schwellenländern im historischen Vergleich nach wie vor hoch sein.

Maßgeblich für das Abflauen der Weltkonjunktur ist die Abschwächung in den Vereinigten Staaten, wo die Immobilienkrise anhält und sich nun die Dynamik des privaten Konsums wohl merklich vermindern wird. Die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung wird bis in die zweite Hälfte des Jahres hinein deutlich zurückgehen. Im Jahresdurchschnitt 2008 nimmt das reale Bruttoinlandsprodukt voraussichtlich nur noch mit einer Rate von 1,8 Prozent zu (Tabelle 8). Auch für die übrigen Industrieländer ist eine spürbar verlangsamte konjunkturelle Expansion zu erwarten. Dämpfend wirken zum einen die durch die Immobilienkrise in den Vereinigten Staaten ausgelösten Probleme an den internationalen Finanzmärkten. Hinzu kommt, dass Euro und Yen, in etwas geringerem Maße auch Pfund Sterling und Schweizer Franken, gegenüber dem US-Dollar erheblich aufgewertet haben, so dass sich die Exportaus-

Weltwirtschaftliche Dynamik flaut ab

Tabelle 8:

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Industrieländern 2007, 2008 und 2009

	Gewicht ^a	Bruttoinlandsprodukt ^b			Verbraucherpreise ^{b,c}			Arbeitslosenquote ^d		
		2007 ^e	2008 ^e	2009 ^e	2007 ^e	2008 ^e	2009 ^e	2007 ^e	2008 ^e	2009 ^e
Europäische Union 27	42,5	2,9	2,2	2,3	2,2	2,4	2,1	7,0	6,7	6,4
Schweiz	1,1	2,6	1,8	2,0	0,6	1,2	1,2	3,4	3,2	3,1
Norwegen	1,0	3,4	3,2	2,5	0,6	2,5	3,0	2,6	2,5	2,3
Vereinigte Staaten	38,8	2,2	1,8	2,2	2,7	2,3	2,3	4,6	5,0	4,8
Japan	12,9	1,9	1,1	1,7	0,0	0,2	0,2	3,9	4,0	3,8
Kanada	3,7	2,6	2,2	2,5	2,0	1,9	2,1	5,7	5,9	5,9
Länder insgesamt	100,0	2,5	1,9	2,2	2,1	2,0	1,9	5,7	5,7	5,4

^aAuf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2006 (Prozent). — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cWest- und Mitteleuropa (außer Schweiz): Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — ^dStandardisierte Arbeitslosenquote (Prozent) nach dem ILO-Konzept. Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2004. — ^ePrognose.

Quelle: Eurostat (2007); OECD (2007a); Statistics Canada (2007); eigene Berechnungen und Prognosen.

sichten von Produzenten in diesen Währungs-räumen von Wechselkursseite her ebenfalls verschlechtert haben. Nicht zuletzt war vonseiten der Geldpolitik in Europa – und in geringerem Maße auch in Japan – ohnehin eine geringere konjunkturelle Dynamik angelegt. Mit einem Zuwachs von 1,1 Prozent (Japan) und 2,2 Prozent (Europäische Union) wird der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts auch in diesen Regionen etwas unterhalb der Wachstumsrate des Produktionspotentials liegen. In den Industrieländern insgesamt schwächt sich der Zuwachs der gesamtwirtschaftlichen Produktion im Jahr 2008 voraussichtlich auf 1,9 Prozent ab. Für 2009 erwarten wir, dass die Konjunktur in den Industrieländern allmählich wieder anzieht. Im Jahresdurchschnitt wird das reale Bruttoinlandsprodukt mit einem Zuwachs von 2,2 Prozent aber immer noch etwas schwächer steigen als im mittelfristigen Trend (2,6 Prozent). Der Verbraucherpreisanstieg wird sich unter der Voraussetzung, dass die Rohstoffpreise im Prognosezeitraum, wie für die

Prognose unterstellt, leicht zurückgehen, allmählich wieder beruhigen. Die jahresdurchschnittliche Inflationsrate wird sich im Prognosezeitraum geringfügig verringern.

In den Schwellenländern wird die wirtschaftliche Dynamik im Prognosezeitraum hoch bleiben, wenngleich die Zuwachsraten auch hier im Vergleich zum laufenden Jahr etwas zurückgehen werden. In vielen Ländern wird die wirtschaftliche Aktivität weiterhin durch die hohen Rohstoffpreise gefördert. Dämpfende Wirkungen gehen hingegen allgemein von der Verlangsamung des Nachfrageanstiegs in den Industrieländern aus. Für China erwarten wir zudem, dass die Bemühungen der Regierung, eine weitere Überhitzung der Wirtschaft zu vermeiden und das hohe Expansionstempo bei den Investitionen zu verringern, zunehmend Wirkung zeigen. Für 2009 erwarten wir, dass der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts sich auf rund 10 Prozent verringern wird (Tabelle 9). Der weltweite Produktionsanstieg wird sich 2008 ebenso wie 2009 auf etwa 4,5 Prozent belaufen.

Weltwirtschaftliche Dynamik flaut ab

Tabelle 9:
Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2006–2009

	Gewicht ^a	Bruttoinlandsprodukt ^b				Verbraucherpreise ^b			
		2006	2007 ^c	2008 ^c	2009 ^c	2006	2007 ^c	2008 ^c	2009 ^c
Weltwirtschaft	100	5,4	5,1	4,5	4,6	4,1	4,0	3,5	3,3
darunter:									
Industrieländer	51,0	2,9	2,5	1,9	2,2	2,2	2,1	2,0	1,9
China	15,4	10,7	11,4	10,7	9,9	1,9	4,8	4,0	3,5
Ostasien ^d	6,9	5,2	5,2	4,4	5,0	5,9	3,0	3,0	3,0
Lateinamerika	6,6	5,2	4,9	4,1	4,1	5,6	4,8	4,5	5,2
Indien	5,9	9,2	8,9	8,0	7,8	6,1	5,8	5,5	5,2
Russland	2,6	6,8	7,2	6,5	6,2	10,5	8,5	9,0	7,7
<i>Nachrichtlich:</i>									
Welthandelsvolumen		9,2	7,0	6,0	6,0

. = Nicht verfügbar. — ^aGewichtet gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2005 nach Kaufkraftparität. — ^bVeränderungen gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cPrognose. — ^dOhne China und Japan.

Quelle: IMF (2007); OECD (2007b); eigene Berechnungen und Prognosen.

Literatur

- Bank von England (2007). Inflation Report. August. London. Via Internet (20. November 2007) <<http://www.bankofengland.co.uk/inflationreport/iro7nov.pdf>>.
- Bernanke, B.S. (2007). National and Economic Overview. Rede vor der Handelskammer in Charlotte, North Carolina.
- Boss, A., J. Dovern, C.-P. Meier, F. Oskamp und J. Scheide (2007). Deutschland: Dämpfer für Konjunktur und Wachstum. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2007. Kieler Diskussionsbeiträge 447/448. IfW, Kiel.
- Cabinet Office (2007). Quarterly Estimates of GDP. Via Internet (7. Dezember 2007) <<http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/menu.html>>.
- Clark, T.E., und M.W. McCracken (2001). Test of Equal Forecast Accuracy and Encompassing for Nested Models. *Journal of Econometrics* 105 (1): 85–110.
- CESifo (Ifd. Jgg.). *World Economic Survey*. München.
- Conference Board (2007). Global Business Cycle Indicators. Via Internet (11. Dezember 2007) <http://www.conference-board.org/economics/bci/pressRelease_output.cfm?cid=1>.
- Dovern, J., K.-J. Gern, C.-P. Meier, F. Oskamp, B. Sander und J. Scheide (2007). Weltkonjunktur verliert an Fahrt. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2007. Kieler Diskussionsbeiträge 445/446. IfW, Kiel.
- EUROFRAME (2007a). Euro Growth Indicator. Via Internet (6. Dezember 2007) <<http://www.euroframe.org/index.php?id=9>>.
- EUROFRAME (2007b) Economic Assessment of the Euro Area: Forecasts and Policy Analysis. Autumn Report. Via Internet (6. Dezember 2007) <<http://www.euroframe.org/index.php?id=120>>.

- Europäische Kommission (2007). Via Internet (10. Dezember 2007). <http://www.ec.europa.eu/economy_finance/indicators_en.thm>.
- Eurostat (2007). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2007a). *Monatsbericht*. November. Frankfurt am Main.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2007b). Introductory Statement with Q & A. Via Internet (3. Dezember 2007) <<http://www.ecb.int/press/pressconf/2007/html/iso71004.en.html>>.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2007c). Introductory Statement with Q & A. Via Internet (3. Dezember 2007) <<http://www.ecb.int/press/pressconf/2007/html/iso71108.en.html>>.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2007d). Introductory Statement with Q & A. Via Internet (3. Dezember 2007) <<http://www.ecb.int/press/pressconf/2007/html/iso71206.en.html>>.
- Federal Reserve Bank of St. Louis (2007). Federal Reserve Economic Database. Via Internet (1. Dezember 2007) <<http://www.research.stlouisfed.org/fred/>>.
- Federal Reserve Board (2007a). Flow of Funds Accounts of the United States. Via Internet (11. Dezember 2007) <<http://www.federalreserve.gov/releases/z1/>>.
- Federal Reserve Board (2007b). Industrial Production and Capacity Utilization. Via Internet (11. Dezember 2007) <<http://www.federalreserve.gov/releases/g17/>>.
- Federal Reserve Board (2007c). Selected Interest Rates. Via Internet (11. Dezember 2007) <<http://www.federalreserve.gov/releases/h15/>>.
- Feldstein, M. (2007). How to Avert Recession. *The Wall Street Journal*, 5. Dezember: A.25.
- Gern, K.-J., C.-P. Meier und J. Scheide (2006). Euroland: Konjunkturelle Expansion erreicht Höhepunkt. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), *Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2006*. Kieler Diskussionsbeiträge 430/431. IfW, Kiel.
- Granger, C.W.J. (1969). Investigating Causal Relations by Econometric Models and Cross-Spectral Methods. *Econometrica* 37 (3): 424–438.
- HWWI (Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut gemeinnützige GmbH) (2007). HWWI-Rohstoffpreisindex. Via Internet (1. Dezember 2007) <<http://www.hwwa.de/Forschung/Konjunktur/Rohstoffpreise/Ueberblick.htm>>.
- IMF (International Monetary Fund) (2007). *International Financial Statistics*. November. Washington, D.C.
- Institute for Supply Management (2007). ISM Manufacturing Report on Business. Via Internet (11. Dezember 2007) <<http://www.ism.ws/ISMReport/content.cfm?ItemNumber=13339&navItemNumber=12958>>.
- Ministry of Land, Infrastructure and Transport (2007). New Dwellings Started. Via Internet (12. Dezember 2007) <<http://www.mlit.go.jp/toukeijouhou/chojou/stat-e.htm>>.
- National Association of REALTORS (2007). Existing Home Sales. Via Internet (11. Dezember 2007) <<http://www.realtor.org/Research.nsf/Pages/EHSdata>>.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2007a). *Economic Outlook*. November. Paris.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2007b). *Main Economic Indicators*. November. Paris.
- Office of Federal Housing Enterprise Oversight (2007). Latest House Price Index. Via Internet (11. Dezember 2007) <<http://www.ofheo.gov/HPI.aspx>>.
- Office for National Statistics (2007). Economy. Via Internet (29. November 2007) <<http://www.statistics.gov.uk/default.asp>>.
- Rosa, C., und G. Verga (2005). The Importance of the Wording of the ECB. CEP Discussion Papers dp0694. Centre for Economic Performance, London School of Economics and Political Science. London.

- Standard & Poor's (2007). S&P Alternative Indices. Via Internet (11. Dezember 2007) <http://www2.standardandpoors.com/portal/site/sp/en/us/page.family/indices_ai/2,3,4,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0,0>.
- Statistics Canada (2007). *Canadian Economic Observer*. Via Internet (29. November 2007) <http://www.statcan.ca/english/freepub/11-010-XIB/11-010-XIB2007002.pdf>>.
- Summers, L. (2007). Wake up to the Dangers of a Deepening Crises. *Financial Times*, 26. November: 13.
- University of Michigan (2007). Survey of Consumers. Via Internet (11. Dezember 2007) <<http://www.sca.isr.umich.edu/>>.
- US Census Bureau (2007). Bureau of the Census: New Residential Construction. Via Internet (11. Dezember 2007) <<http://www.census.gov/const/www/newresconstindex.html>>.
- US Department of Commerce (2007). Bureau of Economic Analysis: National Economic Accounts. Via Internet (1. Dezember 2007) <<http://www.bea.gov/national/index.htm#gdp.htm>>.
- US Department of Labor (2007a). Bureau of Labor Statistics. Employment Situation. Via Internet (1. Dezember 2007) <<http://www.bls.gov/news.release/empsit.toc.htm>>.
- US Department of Labor (2007b). Bureau of Labor Statistics. Consumer Price Indexes. Via Internet (1. Dezember 2007) <<http://www.bls.gov/cpi/home.htm>>.
- US Department of Treasury (2007). Monthly Treasury Statement. Via Internet (1. Dezember 2007) <<http://fms.treas.gov/mts/index.html>>.