

Gern, Klaus-Jürgen; Jannsen, Nils; Sander, Birgit; Scheide, Joachim; van Roye, Björn

Book Part — Published Version

Abkühlung der Weltkonjunktur

Provided in Cooperation with:

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

Suggested Citation: Gern, Klaus-Jürgen; Jannsen, Nils; Sander, Birgit; Scheide, Joachim; van Roye, Björn (2008) : Abkühlung der Weltkonjunktur, In: Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Frühjahr 2008, Institut für Weltwirtschaft (IfW), Kiel, pp. 3-37

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/4305>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Abkühlung der Weltkonjunktur

Klaus-Jürgen Gern, Nils Jannsen,
Birgit Sander, Joachim Scheide und
Björn van Roye

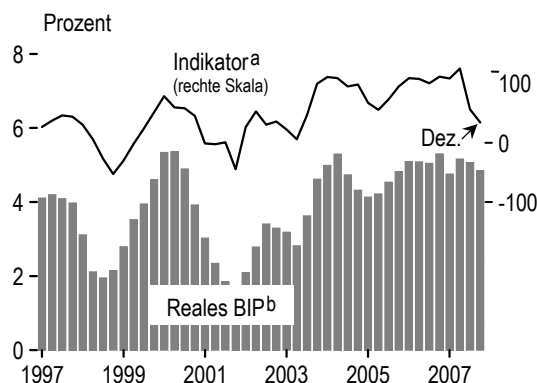
Zusammenfassung:

Die weltwirtschaftliche Expansion hat sich zum Jahresende 2007 unter dem Eindruck der Immobilienkrise in den Vereinigten Staaten und der dadurch ausgelösten Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten merklich verlangsamt. Die Finanzkrise wird die Realwirtschaft in den Industrieländern noch geraume Zeit belasten, vor allem dadurch, dass die Finanzierungskosten für Unternehmen und Haushalte steigen. Das Risiko, dass die Vereinigten Staaten in eine Rezession rutschen, ist beträchtlich. In den meisten der übrigen Industrieländer sind die internen Auftriebskräfte jedoch nach wie vor deutlich. Hinzu kommt, dass die Wachstumsdynamik in den Schwellenländern ungebrochen ist. So dürfte die weltwirtschaftliche Expansion in diesem und im nächsten Jahr zwar deutlich hinter den Zuwachsraten der Vorjahre zurückbleiben. Einen Einbruch der wirtschaftlichen Aktivität erwarten wir für die Weltwirtschaft insgesamt aber nicht.

Die weltwirtschaftliche Expansion hat sich zum Jahresende 2007 unter dem Eindruck der Konjunkturschwäche in den Vereinigten Staaten und der Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten merklich verlangsamt. Der Anstieg des weltweiten realen Bruttoinlandsprodukts ist im Vorjahresvergleich zwar nur leicht gesunken und befindet sich nach wie vor ebenso auf hohem Niveau wie unser auf Basis von Unternehmensumfragen ermittelter Indikator für die weltwirtschaftliche Aktivität (Abbildung 1). Im Verlauf des Jahres ist die Abschwächung der weltwirtschaftlichen Dynamik aber deutlich; hierauf weist nicht nur der im Vorquartalsvergleich stark verlangsamte Zuwachs der gesamtwirtschaftlichen Produktion in den Industrieländern hin, sondern auch die nur schwache Ausweitung des realen Welthandels (Abbildung 2).

Die konjunkturellen Aussichten werden nach wie vor durch die Krise am Immobilienmarkt in den Vereinigten Staaten und die dadurch ausgelösten weltweiten Probleme im Finanzsektor überschattet. Hinzu kam in den vergangenen Monaten ein neuerlicher starker Preisanstieg an den Rohstoffmärkten, der weltweit dazu führte, dass sich auch die Verbraucherpreisinflation spürbar erhöht hat. Die Entwicklung bei den Rohstoffpreisen seit Jahresbeginn spricht zwar einerseits dafür, dass die Weltproduktion der-

Abbildung 1:
Weltwirtschaftliche Aktivität 1997–2007

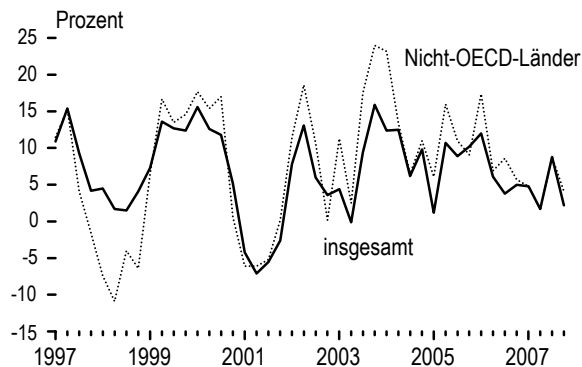


^a Auf Basis von Stimmungsindikatoren aus 41 Ländern. — ^b Veränderung gegenüber dem Vorjahr; 4. Quartal 2007: teilweise geschätzt.

Quelle: OECD (2008); nationale Quellen; eigene Berechnungen.

Abkühlung der Weltkonjunktur

Abbildung 2:
Welthandel 1997–2007^a



^a Real, Veränderung gegenüber dem Vorquartal, 4. Quartal 2007: Geschätzt auf Basis der Werte aus dem CPB World Trade Monitor.

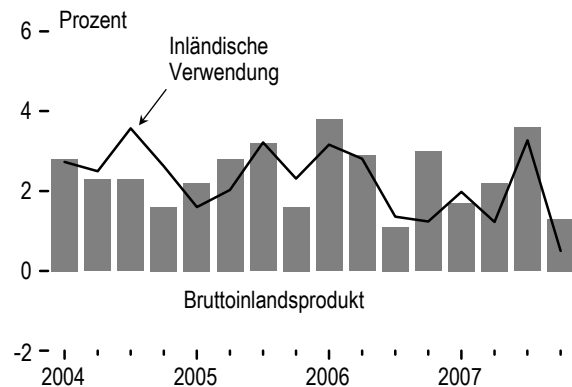
Quelle: OECD (2008); eigene Berechnungen.

zeit weiter aufwärts gerichtet ist, sie deutet aber andererseits darauf hin, dass das Potential für eine weitere rasche Expansion der Weltwirtschaft von der Angebotsseite her inzwischen zunehmend begrenzt ist. Kurzfristig belastet der Anstieg der Rohstoffpreise die Konjunktur in den Rohstoffimportländern durch den dadurch verbundenen Kaufkraftentzug. Außerdem vermindert er das Potential für eine Lockerung der Geldpolitik. So ist nicht nur für den Prognosezeitraum, sondern auch für die mittlere Frist ein schwächeres Wachstum der Weltwirtschaft zu erwarten, als es in den vergangenen Jahren zu verzeichnen gewesen war.

Geringe Dynamik in den Industrieländern

Der Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion in den Industrieländern hat sich im vierten Quartal 2007 deutlich verringert. Nach einer nochmals kräftigen Zunahme im dritten Quartal legte das reale Bruttoinlandsprodukt in den G7-Ländern nur noch mit einer laufenden Jahresrate von knapp 1,5 Prozent zu (Abbildung 3). Besonders ausgeprägt war die Verlangsamung in den Vereinigten Staaten, aber auch im Euroraum verlor die Konjunktur deutlich an Fahrt. Demgegenüber schwächte sich der Pro-

Abbildung 3:
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.

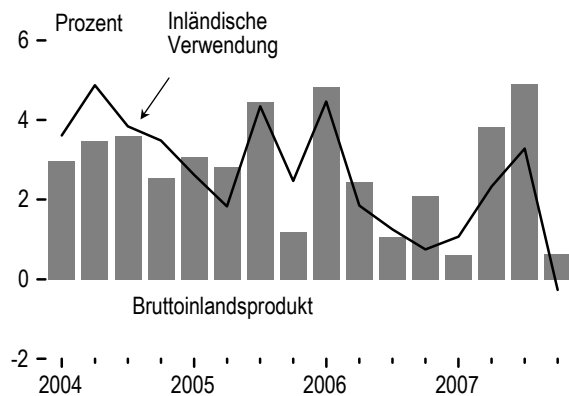
Quelle: OECD (2008); eigene Berechnungen.

duktionsanstieg im Vereinigten Königreich vergleichsweise wenig ab. Eine Ausnahme in diesem Bild konjunktureller Verlangsamung war Japan, wo sich die Zuwachsrates des Bruttoinlandsprodukts im Vergleich zum Vorquartal deutlich erhöhte.

In den *Vereinigten Staaten* schwächte sich die wirtschaftliche Expansion nach einem starken Sommerhalbjahr im vierten Quartal wie erwartet deutlich ab; das Bruttoinlandsprodukt nahm im vierten Quartal nur noch mit, aufs Jahr gerechnet, 0,6 Prozent zu (Abbildung 4). Zu der Verlangsamung trug bei, dass sich der Zuwachs beim privaten Konsum und bei den Ausrüstungsinvestitionen merklich verringerte; mit einem Anstieg von 1,9 Prozent (Konsum) bzw. 3,3 Prozent (Ausrüstungsinvestitionen, jeweils laufende Jahresrate) blieben diese beiden Verwendungskomponenten jedoch deutlich aufwärts gerichtet. Auch der Wachstumsbeitrag vom Außenhandel ging spürbar zurück, weil sich der Anstieg der Exporte erheblich stärker verlangsamte als jener der Importe. Die bereits zuvor sehr ausgeprägte Abnahme der Wohnungsbauinvestitionen beschleunigte sich nochmals auf eine laufende Jahresrate von $-25,2$ Prozent. Hinzu kam schließlich ein Swing bei den Lagerinvestitionen, der einen negativen Wachstumsbeitrag von 1,4 Prozentpunkten lieferte. Am Ar-

Abkühlung der Weltkonjunktur

Abbildung 4:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den Vereinigten Staaten
2004–2007^a



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

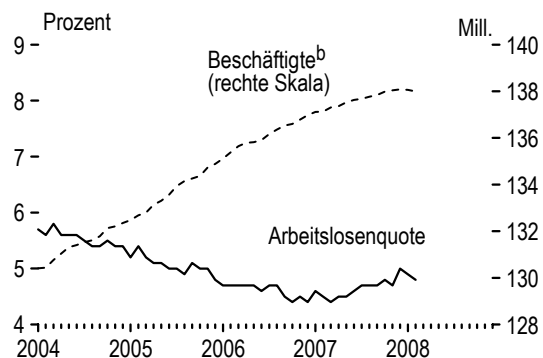
Quelle: US Department of Commerce (2008).

beitsmarkt macht sich die konjunkturelle Abschwächung inzwischen deutlich bemerkbar (Abbildung 5). Zwar ist die Arbeitslosenquote im Januar und im Februar nach dem sprunghaften Anstieg im Dezember wieder leicht gesunken, doch ist der Anstieg der Beschäftigung zum Stillstand gekommen. Im Januar ging die Zahl der Beschäftigten – erstmals seit 2003 – um 22 000 zurück,¹ im Februar verminderte sie sich sogar um 63 000. Der Beschäftigungsanstieg im Dienstleistungssektor hat sich stark verlangsamt und vermochte die fortgesetzten Einbußen im produzierenden Gewerbe und im Bausektor nicht mehr auszugleichen. Die Tatsache, dass die Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung seit Ende Januar deutlich auf durchschnittlich nun über 360 000 pro Woche gestiegen sind, deutet darauf hin, dass sich die ungünstige Tendenz am Arbeitsmarkt am aktuellen Rand fortgesetzt hat.

In *Japan* zog der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts nach einer schwachen Entwicklung im Sommerhalbjahr im vierten Quartal 2007 deutlich an (Abbildung 6). Maßgeblich

¹ Die Beschäftigtenzahlen werden freilich häufig stark revidiert. So zeigten die Zahlen für den August 2007 in der Erstveröffentlichung zunächst einen Rückgang der Beschäftigung um 4 000 Personen an, während auf revidierter Basis nun eine um 93 000 gestiegene Zahl der Beschäftigten ausgewiesen wird.

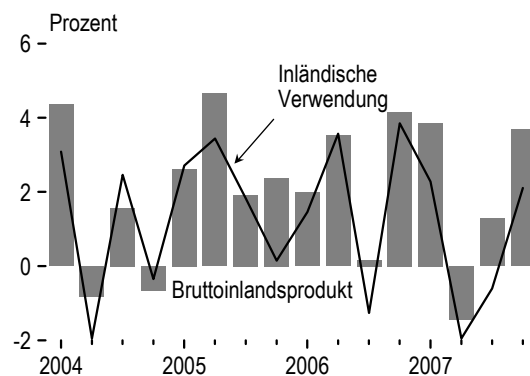
Abbildung 5:
Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten 2004–2008^a



^aSaisonbereinigt. — ^bAbhängig Beschäftigte außerhalb der Landwirtschaft.

Quelle: US Department of Labor (2008a).

Abbildung 6:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Japan 2004–2007^a



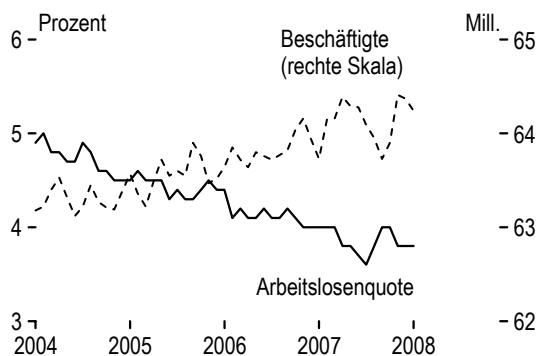
^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Cabinet Office (2008).

hierfür waren die Unternehmensinvestitionen, die sehr kräftig – mit einer aufs Jahr hochgerechneten Rate von 12 Prozent – expandierten, sowie die Nachfrage des Staates, die infolge einer beschleunigten Zunahme des öffentlichen Konsums und eines deutlich verringerten Rückgangs der öffentlichen Investitionen spürbar zulegte. Hinzu kam eine nochmals deutliche Erhöhung des realen Außenbeitrags; der Außenhandel trug dank eines nochmals starken Exportzuwachses 1,6 Prozentpunkte zum Anstieg des Bruttoinlandsprodukts von insgesamt 3,7 Prozent (laufende Jahresrate) bei. Der private Kon-

sum expandierte hingegen angesichts kaum steigender realer Einkommen erneut nur schwach. Einiges deutet darauf hin, dass die kräftige Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts im vierten Quartal die konjunkturelle Grundtendenz überzeichnet. So sandten die Indikatoren zur Lage am Arbeitsmarkt zuletzt widersprüchliche Signale aus. Während die – freilich recht volatile – Statistik zur Zahl der Beschäftigten gegen Jahresende auf eine spürbare Zunahme der Beschäftigung hindeutete, stieg die Arbeitslosenquote in der Tendenz an (Abbildung 7). Außerdem verringerte sich die Relation von offenen Stellen zu Beschäftigungssuchenden, die gemeinhin als guter Indikator für die Lage am Arbeitsmarkt gilt, etwas. Auch trübte sich die Stimmung in der Wirtschaft ausweislich der von der Zentralbank durchgeführten Tankan-Umfrage leicht ein. Die Einschätzung der wirtschaftlichen Lage durch Konjunkturoxperten, die von der Regierung erhoben wird (Economy Watchers Survey) verschlechterte sich gegen Jahresende sogar deutlich.

Abbildung 7:
Arbeitsmarkt in Japan 2004–2008^a



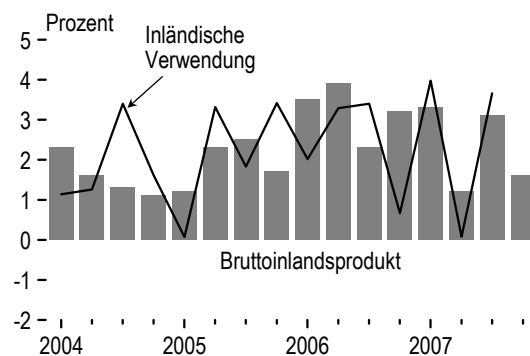
^aSaisonbereinigt.

Quelle: OECD (2008).

In Europa hat sich der Produktionsanstieg gegen Jahresende 2007 spürbar verringert. Besonders stark verlangsamte sich die konjunkturelle Dynamik im *Euroraum*, wo sich der Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts von einer laufenden Jahresrate von 3,1 Prozent im dritten Quartal auf 1,6 Prozent im vierten Quar-

tal verringerte (Abbildung 8). Eine deutliche Abschwächung war vor allem in den großen Ländern zu verzeichnen, während die Aktivität in den kleineren Ländern zumeist weiter lebhaft blieb. Ein Grund für die Abschwächung im Euroraum war, dass der private Konsum nur noch wenig expandierte. Dies lag vor allem daran, dass die Ausgaben der privaten Haushalte in Deutschland einbrachen; im übrigen Euroraum schwächte sich die Konsumdynamik trotz des Kaufkraftentzugs durch den beschleunigten Anstieg der Verbraucherpreise nur wenig ab (Abbildung 9). Eine spiegelbildliche Entwicklung zeigte sich bei den Investitionen, die insgesamt im Euroraum ebenfalls spürbar an Fahrt verloren. Während sich der Anstieg in Deutschland im Vergleich zum Vorquartal im Zuge von Vorzieheffekten im Zusammenhang mit der zu Jahresbeginn 2008 in Kraft getretenen Einschränkung der steuerlichen Abschreibungsmöglichkeiten sogar beschleunigte, ließ die Investitionsdynamik im übrigen Euroraum merklich nach (Abbildung 10). Dies reflektiert wohl nicht zuletzt einen Umschwung an den Immobilienmärkten, die in den vergangenen Jahren in einigen Ländern „heißgelaufen“ waren. Vor allem in Spanien sind die Indikatoren für den Wohnungsbau inzwischen deutlich abwärts gerichtet; in Irland ist die Bauproduktion bereits eingebrochen. Gestützt wurde die Produktion im Euroraum hingegen durch den Außenhandel, weil sich die Zunahme bei den Importen we-

Abbildung 8:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Euroraum 2004–2007^a

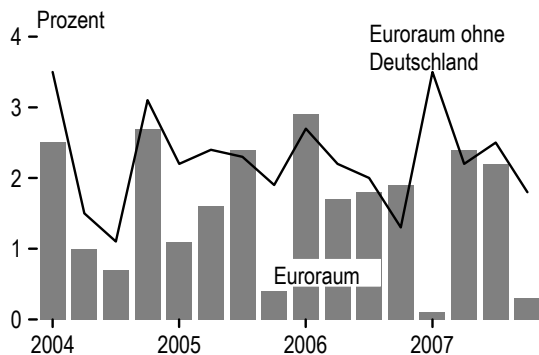


^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Eurostat (2008).

Abkühlung der Weltkonjunktur

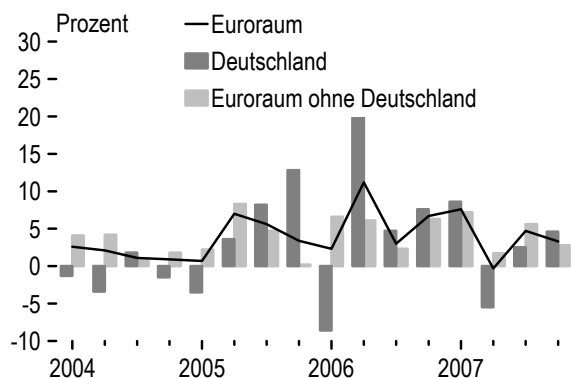
Abbildung 9:
Privater Konsum im Euroraum und im Euroraum ohne
Deutschland 2004–2007^a



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

Quelle: Eurostat (2008); eigene Berechnungen.

Abbildung 10:
Bruttoanlageinvestitionen 2004–2008^a

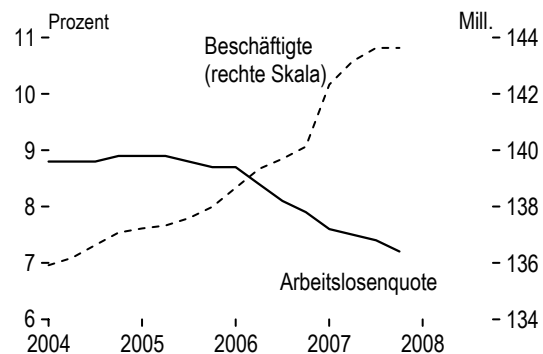


^aArbeitstäglich- und saisonbereinigt. Veränderung gegenüber dem Vorquartal in Prozent, auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Eurostat (2008); eigene Berechnungen und Prognosen.

sentlich stärker zurückbildete als die Zunahme bei den Exporten. Dass sich der Außenbeitrag im Euroraum deutlich erhöhte, lag freilich vor allem an Deutschland. Im übrigen Euroraum trug der Außenhandel abermals negativ zum Anstieg des Bruttoinlandsprodukts bei, wenn auch in geringerem Maße als im Sommerhalbjahr. Trotz der nur mäßigen Produktionsausweitung setzte sich der Beschäftigungsaufbau im Euroraum fort; die Arbeitslosenquote sank weiter kontinuierlich (Abbildung 11). Im Dezember 2007 betrug sie 7,2 Prozent; im Verlauf des

Abbildung 11:
Arbeitsmarkt in Euroland 2004–2008^a



^aSaisonbereinigt.

Quelle: Eurostat (2008); eigene Berechnungen.

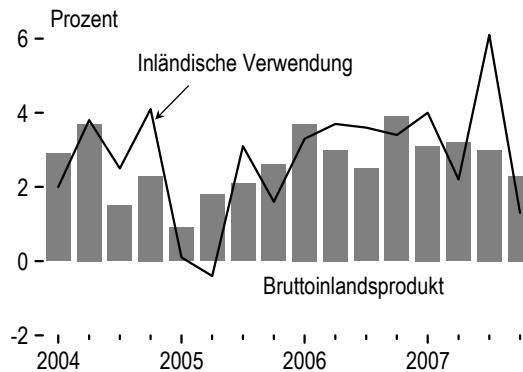
Jahres ist sie damit um rund einen halben Prozentpunkt gesunken.

Die konjunkturelle Expansion im *Vereinigten Königreich* schwächte sich vergleichsweise wenig ab. Das reale Bruttoinlandsprodukt stieg im vierten Quartal immer noch mit einer laufenden Jahresrate von 2,3 Prozent, nach einer Zunahme um reichlich 3 Prozent in den beiden Quartalen zuvor (Abbildung 12). Allerdings zeigt eine nähere Betrachtung der Nachfragekomponenten, dass sich die konjunkturelle Grundtendenz wohl ebenfalls deutlich abgeschwächt hat. So verlangsamte sich die Inlandsnachfrage sehr deutlich von dem in den Quartalen zuvor verzeichneten Tempo von 3,6 Prozent auf nur noch 1,3 Prozent. Dabei wirkte die Staatsnachfrage noch stützend. Der private Konsum expandierte nur noch mit einer laufenden Jahresrate von 0,7 Prozent; die Investitionen gingen sogar spürbar zurück. Hingegen erhöhte sich der reale Außenbeitrag merklich, vor allem weil die Importe deutlich sanken.

In den *mittel- und osteuropäischen Ländern der Europäischen Union* steigt die gesamtwirtschaftliche Produktion insgesamt nach wie vor sehr kräftig (Abbildung 13). In einigen Ländern setzte sich die Beschleunigung des Produktionsanstiegs, die in den ersten drei Quartalen des vergangenen Jahres zu verzeichnen gewesen war, offenbar fort. Wichtigste Triebkraft ist weiterhin die Inlandsnachfrage. Die Investitions-

Abkühlung der Weltkonjunktur

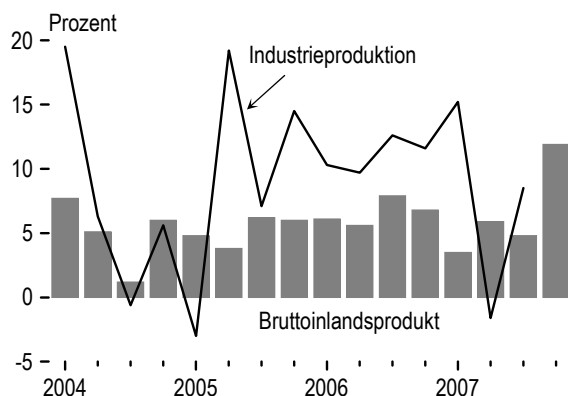
Abbildung 12:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Vereinigten Königreich
2004–2007^a



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

Quelle: Office for National Statistics (2008).

Abbildung 13:
Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in den mittel- und
osteuropäischen Ländern der EU 2004–2007^a



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

Quelle: Eurostat (2008); eigene Berechnungen.

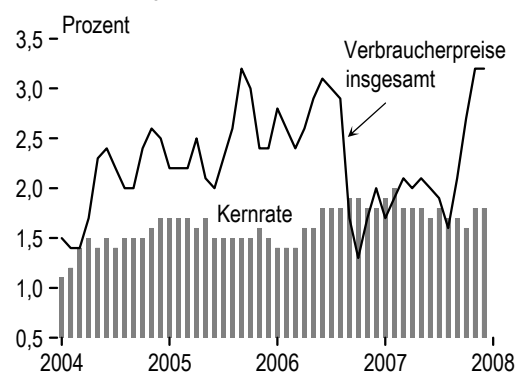
dynamik ist ungebrochen, und der private Verbrauch steigt anhaltend kräftig, da die Realeinkommen trotz höherer Inflation nach wie vor deutlich zunehmen. Stützend wirkt nicht zuletzt die Entwicklung am Arbeitsmarkt, die durch einen starken Rückgang der Arbeitslosigkeit gekennzeichnet ist. Innerhalb der Ländergruppe differenziert sich das Bild allerdings zunehmend. Sehr kräftig expandierte das reale Bruttoinlandsprodukt im vierten Quartal in der Slo-

wakei und in der Tschechischen Republik; auch für Polen weisen die Indikatoren auf einen sehr kräftigen Produktionsanstieg zum Jahresende hin. Hingegen erhöhte sich das Bruttoinlandsprodukt in Ungarn im Schlussquartal kaum, und in den baltischen Ländern geht der Boom offenbar zu Ende. Auch in Bulgarien hat sich die wirtschaftliche Dynamik in der zweiten Jahreshälfte offenbar merklich abgeschwächt. In diesen Ländern beginnt sich wohl die anhaltende deutliche Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit zunehmend bemerkbar zu machen, die durch die im europäischen Vergleich sehr hohen Inflationsraten – bei gegenüber dem Euro weitgehend festen Wechselkursen – bedingt ist.

Rohstoffpreise treiben Inflation – weiterhin moderater Lohnauftrieb

Der Verbraucherpreisanstieg in den Industrieländern hat in den vergangenen Monaten wieder stark angezogen, nachdem sich die Inflation gegen Ende 2006 vorübergehend spürbar beruhigt hatte (Abbildung 14). In den Vereinigten Staaten sprang die Inflationsrate von etwas mehr als 2 Prozent auf über 4 Prozent, im Euroraum erhöhte sie sich innerhalb kurzer Zeit von

Abbildung 14
Preisentwicklung in den Industrieländern 2004–2008^a



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

Quelle: OECD (2008); eigene Berechnungen.

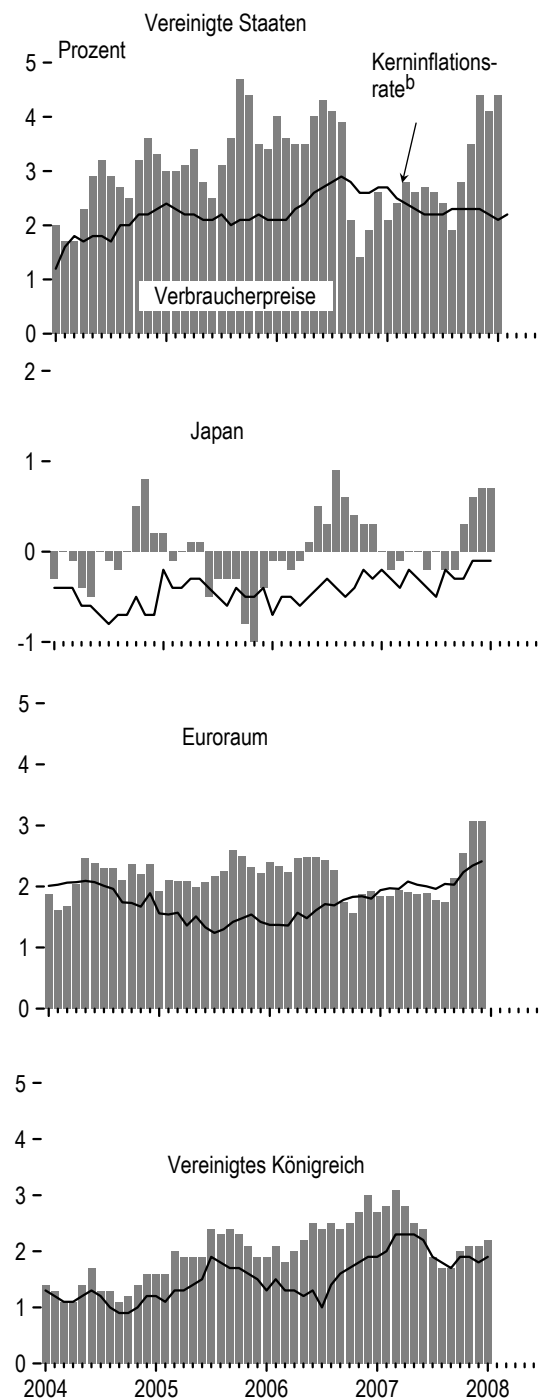
Abkühlung der Weltkonjunktur

1,8 Prozent auf 3,1 Prozent, und in Japan stiegen die Verbraucherpreise im Vergleich zum Vorjahr zuletzt um 0,7 Prozent, nachdem sie bis zum Herbst vergangenen Jahres rückläufig gewesen waren (Abbildung 15).

Maßgeblich für die starke Beschleunigung des Preisauftriebs waren erneut anziehende Rohstoffpreise. Der Ölpreis (gemessen an den Notierungen für Nordsee-Brent) schnellte gegen Jahresende 2007 auf neue Rekordhöhen nahe 100 US-Dollar, Werte, die Ende Februar 2008 nochmals überboten wurden. Auch die übrigen Rohstoffpreise zogen gegen Jahresende 2007 wieder stark an, nachdem sich in den Monaten zuvor eine Stabilisierung abzuzeichnen schien (Abbildung 16). Dabei hat sich der Schwerpunkt der Preisrallye verschoben. Während im Jahr 2006 vor allem die Preise für Industrierohstoffe dramatisch anzogen, so waren es in der jüngsten Zeit vor allem die Rohstoffpreise für Nahrungs- und Genussmittel – insbesondere für Getreide und Milchprodukte –, die förmlich explodierten (Abbildung 17). Der Einfluss der Rohstoffpreise in diesem Segment auf die Verbraucherpreise ist im Vergleich zu dem der Industrierohstoffe relativ groß, da der Anteil der Rohstoffkosten am Endprodukt vergleichsweise hoch ist und die Nahrungsmittel in vielen Ländern ein großes Gewicht im Verbraucherpreisindex haben. Dies gilt vor allem für Entwicklungs- und Schwellenländer, wenngleich der Effekt von Rohstoffpreisänderungen hier häufig dadurch abgemildert wird, dass die Preise für Grundnahrungsmittel reguliert sind oder aus dem Staatshaushalt subventioniert werden.

Auch die Kerninflationsrate zog nach einer Phase der Beruhigung wieder an. Hierbei spielen naturgemäß die gestiegenen Rohstoffpreise eine Rolle, die zunehmend in den Preisen von Gütern auf höherer Verarbeitungsstufe sichtbar werden. Hinzu kommt, dass die Lohnstückkosten zuletzt verstärkt zugenommen haben, wobei bislang weniger ein stärkerer Lohnauftrieb als vielmehr die Abschwächung des Produktivitätsanstiegs maßgeblich war. In den großen Industrieländern ist das Arbeitsentgelt je Arbeitnehmer im vergangenen Jahr lediglich in den Vereinigten Staaten spürbar beschleunigt gestiegen.

Abbildung 15:
Verbraucherpreisanstieg in den großen Industrieländern 2004–2008^a

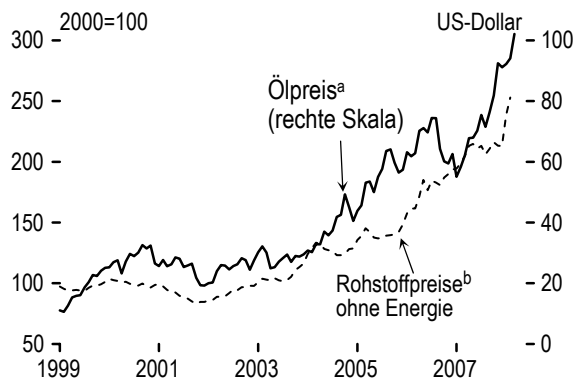


^aVeränderung gegenüber dem Vorjahr. — ^bVerbraucherpreise ohne Energie und frische Nahrungsmittel.

Quelle: US Department of Labor (2008b); Eurostat (2008); Office for National Statistics (2008); Statistical Bureau (2008); Statistics Bureau of Japan (2008); Eurostat (2008); Thomson Financial Datastream.

Abkühlung der Weltkonjunktur

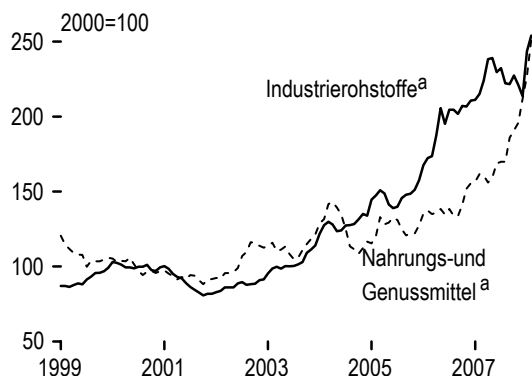
Abbildung 16:
Ölpreis und Rohstoffpreise ohne Energie 1999–2008



^aSpotpreis Sorte Brent, London. Letzter Wert: 7. März 2008. —
^bHWWI-Index. Letzter Wert: Februar 2008.

Quelle: International Petroleum Exchange über Thomson Financial Datastream; HWWI (2008).

Abbildung 17:
Preise für Industrierohstoffe und Nahrungs- und Genussmittel 1999–2008



^aHWWI-Index.

Quelle: HWWI (2008).

Im Euroraum blieb der Anstieg verhalten, auch in Japan veränderte sich die Lohndynamik kaum, und im Vereinigten Königreich schwächte sich der Lohnauftrieb gemessen an dieser Größe sogar etwas ab. Auch für den Prognosezeitraum erwarten wir insgesamt eine weiterhin moderate Lohnentwicklung (Tabelle 1). In den Vereinigten Staaten dürfte die schwache Konjunktur den Lohnauftrieb sogar bremsen; auch für das Vereinigte Königreich erwarten wir eine leichte Verringerung der Lohnzuwächse. Ledig-

Tabelle 1:
Arbeitskosten in den großen Industrieländern 2006–2009

	2006	2007 ^a	2008 ^b	2009 ^b
<i>Vereinigte Staaten</i>				
Lohnanstieg ^{c,d}	4,0	4,9	3,8	3,7
Lohnstückkosten ^d	2,9	3,1	2,3	2,2
<i>Japan</i>				
Lohnanstieg ^{c,d}	1,1	0,9	1,2	1,4
Lohnstückkosten ^d	-1,5	-1,7	-0,4	-0,5
<i>Euroraum</i>				
Lohnanstieg ^{c,d}	2,2	2,1	3,0	2,8
Lohnstückkosten ^d	0,8	1,2	2,4	1,8
<i>Vereinigtes Königreich</i>				
Lohnanstieg ^{c,d}	5,0	4,3	4,5	4,4
Lohnstückkosten ^d	2,9	1,6	3,0	2,0

^aTeilweise geschätzt. — ^bPrognose. — ^cArbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer. — ^dVeränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: OECD (2007); Europäische Kommission (2007); eigene Prognosen.

lich im Euroraum dürfte sich der Lohnanstieg als Folge der hohen gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung sowie noch verbliebener Indexierungsmechanismen² merklich verstärken. Diese Entwicklung, die vor allem von im Vergleich zu den Vorjahren erheblich höheren Lohnabschlüssen in Deutschland herrührt (Tabelle 2), trägt dazu bei, dass die Lohnstückkosten im Euroraum – anders als in den Vorjahren – nicht mehr langsamer steigen, als mit dem Stabilitätsziel der EZB vereinbar ist.

Wichtig für die Prognose der Verbraucherpreis-inflation ist darüber hinaus die zukünftige Entwicklung der Rohstoffpreise. Für Rohöl nehmen wir ein Verharren des Preisniveaus auf dem zuletzt erreichten Niveau von 100 US-Dollar je Barrel (Brent) an. Nach wie vor hält das weltweite Angebot nur mühsam mit der steigenden Nachfrage Schritt. Zwar dürfte im laufenden Jahr die Produktion außerhalb der

² Lohnindexierungsklauseln sind insbesondere in Spanien von Bedeutung, wo für etwa ein Drittel der Beschäftigten eine Regelung gilt, nach der die Löhne entsprechend der Differenz zwischen der tatsächlichen Inflationsrate am Jahresende und einer den Lohnabschlüssen zugrunde gelegten Inflationsrate – sie beträgt in diesem Jahr 2 Prozent – angepasst werden (Economist Intelligence Unit 2008: 11).

Abkühlung der Weltkonjunktur

Tabelle 2:
Lohnanstieg im Euroraum 2006–2009^a

	2006	2007	2008 ^b	2009 ^b
Deutschland	1,1	1,0	2,4	3,0
Frankreich	3,1	2,8	3,2	3,0
Italien	2,5	2,4	3,5	2,7
Spanien	3,0	2,8	3,2	2,6
Niederlande	2,4	2,6	3,5	3,7
Belgien	3,2	2,5	2,8	2,6
Österreich	2,4	2,5	2,8	2,9
Griechenland	6,0	5,5	5,5	5,0
Irland	4,5	5,2	4,0	3,6
Finnland	2,8	3,3	5,0	4,8
Portugal	2,4	2,5	2,9	2,7
Luxemburg	4,5	4,5	3,5	3,5
Slowenien	5,5	6,2	7,0	6,5
Zypern	2,2	3,5	3,5	3,5
Malta	2,7	2,8	3,0	3,1

^aArbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer, Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^bPrognose.

Quelle: Europäische Kommission (2007); eigene Prognosen.

OPEC mit der Inbetriebnahme zusätzlicher Kapazitäten deutlich stärker steigen als im vergangenen Jahr. Doch hat die OPEC mit ihrer kürzlich ungeachtet neuer Rekordölpreise vollzogenen Ankündigung, ihre Förderquoten im Frühjahr möglicherweise zu senken, signalisiert, dass sie nicht gewillt ist, einen erheblichen Rückgang der Rohölpreise hinzunehmen. Gleichzeitig bleibt das Risiko weiterer Preisschübe angesichts der anhaltend instabilen politischen Lage in einer Reihe von wichtigen Förderländern erheblich.

Bei Industrierohstoffen hat sich das Preisniveau trotz der Verlangsamung der weltwirtschaftlichen Expansion und zunehmender Rezessionsängste bislang nicht nennenswert verringert; nach einer wenig ausgeprägten Korrekturphase in der zweiten Jahreshälfte 2007 kam es in den vergangenen Wochen sogar zu einer deutlichen Erholung der Notierungen. Nach wie vor steigt die weltweite Rohstoffnachfrage – vor allem infolge der wirtschaftlichen Expansion in den Schwellenländern – spürbar, während das Angebot nur mühsam Schritt hält. Zwar hat das historisch hohe Preisniveau für zunehmende Investitionen im Roh-

stoffsektor gesorgt, doch sind auch die Produktionskosten erheblich gestiegen. Zudem vergeht erhebliche Zeit, bis neue Kapazitäten in Betrieb genommen werden können. Preisstützend wirkt bis auf Weiteres außerdem, dass die Läger bei den meisten Rohstoffen in den vergangenen Jahren stark geschrumpft sind und zunächst aufgefüllt werden dürften, bevor zusätzliches Angebot die Preise spürbar drückt. Wir erwarten für den Prognosezeitraum ein nur allmähliches Absinken der Notierungen für Industrierohstoffe.

Die Preise für Nahrungsmittelrohstoffe, insbesondere Getreide, sind in den vergangenen Monaten regelrecht explodiert. Ursache ist nicht so sehr eine schwache Produktion – tatsächlich wird für das laufende Marktjahr (Juni 2007 bis Mai 2008) weltweit gesehen sogar mit einer Rekordernte gerechnet – vielmehr steigt die Nachfrage infolge des starken Einkommenswachstums in den Schwellenländern und des zunehmenden Einsatzes von nachwachsenden Rohstoffen bei der Energieerzeugung seit einer Reihe von Jahren in einem Tempo, mit dem das Angebot nicht Schritt halten kann. In der Folge sind die Läger auf ein extrem niedriges Niveau geschrumpft; Russland hat als Reaktion auf diese Entwicklung bereits seine Exporte gestoppt, um zunächst die Läger wieder aufzufüllen und die Versorgung der eigenen Bevölkerung sicher zu stellen. Kurzfristig ist das Potential zur Angebotsausweitung begrenzt. Flächen substitution – Ausweitung der bestellten Flächen bei Produkten mit starkem Preisanstieg (z.B. Weizen) auf Kosten von Produkten mit bislang vergleichsweise moderater Preisentwicklung (z.B. Soja) – führt dazu, dass die Preise auch für zunächst von der Hausse nicht betroffene Nahrungsmittel steigen. Eine gegenwärtig optimistische Vorausschätzungen der weltweiten Nahrungsmittelproduktion sowie die Einschätzung, dass die gegenwärtige Preisdynamik teilweise auch spekulativ bedingt ist, begründen die Annahme, dass sich das Preisniveau in diesem Rohstoffsektor im Prognosezeitraum stabilisieren wird. Ein spürbarer Rückgang der Nahrungsmittelpreise ist unter diesen Bedingungen

Abkühlung der Weltkonjunktur

Tabelle 3:
Rahmendaten für die Konjunkturprognose 2007, 2008 und 2009

	2007				2008				2009			
	I	II	III	IV	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	3,0	2,3	2,3	2,3	2,3	2,3	2,5	2,8
Japan (Tagesgeldzins)	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,8	0,8
Euroland (3-Monatszins)	3,8	4,1	4,5	4,7	4,4	4,3	4,2	4,2	4,1	4,1	4,1	4,1
Wechselkurse												
US-Dollar/Euro	1,32	1,34	1,39	1,46	1,49	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50	1,50
Yen/US-Dollar	119,4	120,7	117,8	113,1	108,0	108,0	108,0	108,0	108,0	108,0	108,0	108,0
Ölpreis (Brent) in US-Dollar	58,1	68,7	75,0	89,0	95,6	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
HWWA-Index für Industrierohstoffe	216,7	235,6	225,3	223,7	238,8	233,9	231,5	233,0	234,4	234,4	234,4	234,4

^aPrognose.

Quelle: HWWA (2008); IMF (2008); Federal Reserve Bank of St. Louis (2008); EZB (2008a); eigene Prognosen.

freilich nicht zu erwarten, und die Aufwärtsrisiken sind erheblich.

Bei diesen Annahmen für die Rohstoffpreise (Tabelle 3) und die Lohnentwicklung dürfte sich der Preisanstieg in den Industrieländern ab Mitte dieses Jahres allmählich wieder zurückbilden. Bis weit in das kommende Jahr hinein werden die Inflationsraten in den Vereinigten Staaten und in Europa allerdings noch höher sein, als von den Notenbanken angestrebt.

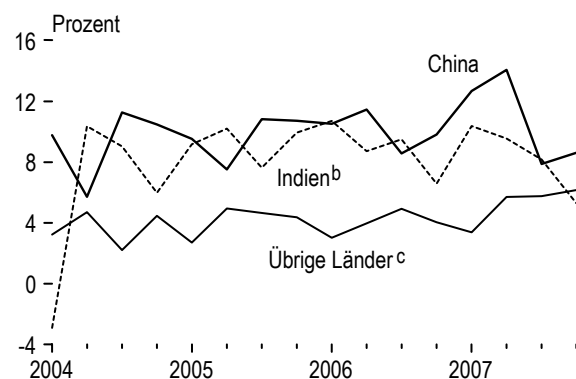
Etwas verlangsamter Produktionsanstieg in den Schwellenländern

Auch im Jahr 2007 waren die Schwellenländer eine wichtige Triebkraft der globalen Konjunktur. Trotz der spürbaren Abschwächung des Expansionstempos in den Industrieländern, allen voran in den Vereinigten Staaten, blieben die Zuwachsraten der Produktion in den Schwellenländern im Verlauf des Jahres 2007 insgesamt nahezu unverändert hoch. Gegen Jahresende fiel die Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts im asiatischen Raum zwar etwas niedriger aus als zuvor. Gleichzeitig verstärkte sich jedoch der Produktionsanstieg in Lateinamerika in der Tendenz sogar etwas. Diese Re-

gion profitiert als Nettoexporteur von Rohstoffen per saldo von den hohen Rohstoffpreisen; außerdem werden nun in einigen Ländern die Früchte von Strukturreformen geerntet, welche die mittelfristige Wachstumsdynamik offenbar spürbar gestärkt haben.

In *China* hat sich der Produktionsanstieg im zweiten Halbjahr 2007 in etwas langsamerem Tempo fortgesetzt (Abbildung 18). Im Vorjahresvergleich blieb die Zuwachsrate jedoch auch im vierten Quartal mit 11,2 Prozent sehr hoch.

Abbildung 18:
Reales Bruttoinlandsprodukt in Asien 2004–2007^a



^aSaisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. — ^bTeilweise geschätzt. — ^cIndonesien, Thailand, Malaysia, Singapur, Südkorea, Taiwan, Philippinen, Malaysia, Hongkong.

Quelle: IMF (2008); Abeyasinghe und Gulasekaran (2004); nationale statistische Ämter; eigene Berechnungen.

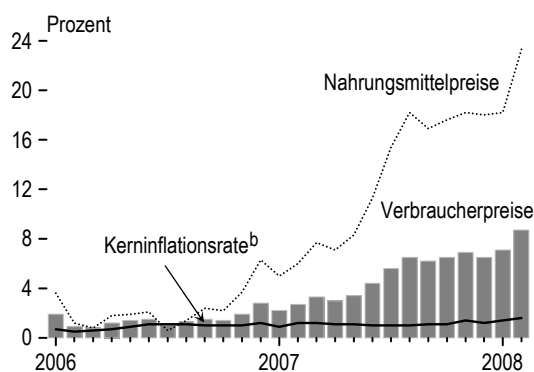
Das geringere konjunkturelle Fahrttempo ist hauptsächlich auf eine weniger rasche Ausweitung der Exporte zurückzuführen. Im Februar legten die Exporte im Vorjahresvergleich um lediglich 6,5 Prozent zu – dem niedrigsten Wert seit fast 6 Jahren. Bei trotz stark anziehender Importpreise weiter sehr kräftig steigenden realen Importen verringerte sich der Außenbeitrag spürbar. Die Binnennachfrage legte im vierten Quartal unvermindert kräftig zu. Vor allem expandierten die Bruttoanlageinvestitionen nach wie vor mit Zuwachsraten von über 20 Prozent; sie leisteten abermals den größten Beitrag zum Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion. Der Verbraucherpreisanstieg beschleunigte sich vor allem aufgrund stark verteuerter Nahrungsmittel im Jahr 2007 auf 4,8 Prozent. Im Februar 2008 stieg die Inflationsrate gar auf 8,7 Prozent – den höchsten Wert seit zwölf Jahren (Abbildung 19). Schon im Januar erreichte der Verbraucherpreisanstieg mit 7,1 Prozent einen überaus hohen Wert. Maßgeblich waren rapide steigende Preise für Schweinefleisch und für international gehandelte Nahrungsmittelprodukte wie Getreide, welche die Regierung schließlich sogar zu Preiskontrollen veranlassten. Hinzu kam ein übermäßig kalter Winter, der in zahlreichen Provinzen zu Ernteausfällen und Transportproblemen

führte und den Preisauftrieb weiter anheizte. Aber auch abgesehen von den Nahrungsmittelpreisen hat die Inflation angezogen, wengleich die Kernrate mit zuletzt knapp 1,5 Prozent nach wie vor niedrig ist. Die chinesische Regierung bemüht sich dem zunehmenden Inflationsdruck durch eine Straffung der Geldpolitik zu begegnen. Der Zinssatz für einjährige Anleihen wurde in zahlreichen Schritten – zuletzt im Dezember 2007 – auf nunmehr 7,47 Prozent erhöht, der Mindestreservesatz wurde im Januar 2008 auf 15 Prozent geschraubt.

In *Indien* hat sich die wirtschaftliche Expansion in der zweiten Jahreshälfte 2007, allerdings ausgehend von einem sehr hohen Niveau, offenbar spürbar verlangsamt. Insbesondere im vierten Quartal ließ die Dynamik deutlich nach. Der Außenbeitrag verringerte sich, da die kräftige reale Aufwertung der Rupie, die über die vergangenen 12 Monate zu verzeichnen war, die Importe anregte und die Exporte dämpfte. Zudem zog die Inflation im Verlauf des Jahres 2007 kräftig an, was den privaten Konsum dämpfte. Der Preisauftrieb verstärkte sich Anfang des Jahres 2008 weiter und stieg auf annähernd 5 Prozent, nachdem die Regierung im Februar auf den Rohölpreisanstieg mit einer Anhebung der staatlich kontrollierten Benzpreise reagierte, um die staatseigenen Ölunternehmen vor Verlusten zu bewahren.

Die gesamtwirtschaftliche Produktion der übrigen *ostasiatischen Schwellenländern* expandierte auch im Jahr 2007 zügig, im Verlauf des Jahres sogar in leicht beschleunigtem Tempo. Dabei kompensierte eine robuste Binnennachfrage sinkende Exportzuwächse. Der private Konsum wurde weiter sehr deutlich ausgeweitet, in Südkorea erreichte er im vergangenen Jahr dank spürbar gestiegener Realeinkommen die höchste Zuwachsrate seit 2003. Die Investitionsdynamik blieb hoch, und auch der Außenhandel lieferte einen bedeutenden Beitrag zum Produktionsanstieg. Die Verbraucherpreisinflation zog im Vergleich zu den übrigen Schwellenländern eher moderat an, obwohl auch hier höhere Nahrungsmittel- und Energiepreise spürbar waren. So lag die Inflationsrate im Dezember 2007 mit 3,6 Prozent erst-

Abbildung 19:
Verbraucherpreise in China 2006, 2007 und 2008^a



^aVeränderung gegenüber dem Vorjahr. — ^bVerbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel.

Quelle: National Bureau of Statistics China (2008); eigene Berechnungen.

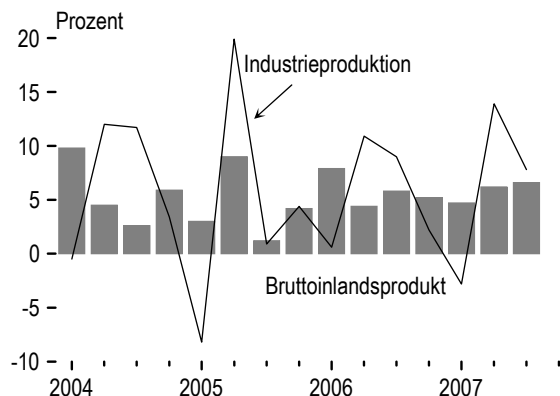
mals seit Herbst 2004 wieder über dem Zielband der südkoreanischen Zentralbank.

In Lateinamerika gewann der Aufschwung im Jahr 2007 ungeachtet der konjunkturellen Verlangsamung in den Vereinigten Staaten leicht an Schwung (Abbildung 20). Selbst in Mexiko, wo ein besonders großer Teil der gesamtwirtschaftlichen Produktion in die Vereinigten Staaten geliefert wird, blieb die wirtschaftliche Expansion im Verlauf des Jahres dank einer robusten Binnennachfrage kräftig. Im Jahresdurchschnitt fiel der Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts freilich mit 3,3 Prozent deutlich schwächer aus als 2006 (4,8 Prozent), weil der kräftige Anstieg der Nahrungsmittelpreise („Tortilla-Krise“) Anfang des Jahres 2007 bremsend wirkte. Der Verbraucherpreisaufrtrieb zog nach einer zwischenzeitlichen Beruhigung gegen Jahresende wieder an; im Februar lag die Inflationsrate wieder bei 4 Prozent. Die brasilianische Wirtschaft befindet sich hingegen weiterhin in einem kräftigen Aufschwung. Im vergangenen Jahr legten hier insbesondere der private Konsum und die Investitionen deutlich zu. Aber auch der Exportsektor expandierte stark; vor allem die Ausfuhr von Rohstoffen wurde durch die gestiegenen Rohstoffpreise angeregt. In Argentinien nahm die

Produktion weiter kräftig zu. Hier bleibt das Hauptproblem die hohe Inflation: Der Anstieg der Produzentenpreise belief sich im Dezember 2007 auf 17,5 Prozent, die Verbraucherpreise waren nach offiziellen Daten um 8,5 Prozent höher als im Jahr zuvor.³

In Russland hielt die kräftige wirtschaftliche Expansion auch im Jahr 2007 an. Als wichtiger Rohstoffexporteur profitiert das Land erheblich von dem starken Anstieg der Rohstoffpreise, in dessen Folge sich die Terms of Trade massiv verbessert haben. Die Binnennachfrage nahm in hohem Tempo zu. Der private Konsum expandierte getrieben durch einen Anstieg der Bruttoreallöhne um mehr als 15 Prozent mit zweistelligen Raten. Der Zuwachs bei den Anlageinvestitionen war ebenfalls kräftig, allerdings ist die Investitionsquote nach wie vor niedrig. Die anhaltende reale effektive Aufwertung des Rubels hat den Importdruck außerhalb des Rohstoffsektors stark erhöht. So stammen inzwischen reichlich 40 Prozent aller Nahrungsmittel aus dem Ausland. Die Industrie steht ebenfalls unter hohem Wettbewerbsdruck, wenngleich die Produktion im vergangenen Jahr gleichwohl deutlich ausgeweitet werden konnte. Der Preisaufrtrieb zog in der zweiten Jahreshälfte 2007 stark an und lag als Folge vor allem der kräftigen Teuerung bei Nahrungsmittelprodukten im Januar 2008 bei 12,6 Prozent und damit erheblich über dem Inflationsziel der russischen Zentralbank von 8 Prozent.

Abbildung 20:
Reales Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in Lateinamerika 2004–2007^a



^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. Auf Basis der Daten für Brasilien, Mexiko, Argentinien, Kolumbien, Chile, Peru und Venezuela. 4. Quartal 2007 teilweise geschätzt.

Quelle: OECD (2008); nationale Statistiken.

Monetäres Umfeld ist nach wie vor durch die Finanzkrise belastet

Die durch die US-Immobilienkrise ausgelösten Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten haben bis zuletzt angehalten. Nach wie

³ In Argentinien wird die ausgewiesene Inflationsrate in der Öffentlichkeit stark angezweifelt. Auch der Internationale Währungsfonds (IWF) befürchtet offenbar, dass die amtliche Statistik den tatsächlichen Preisaufrtrieb erheblich unterzeichnet, hat er doch die argentinische Regierung aufgefordert, zu erläutern, wie der Verbraucherpreisindex berechnet wird (Financial Times 2008).

Kasten 1:

Zur Situation des chinesischen Bankensektors

In den vergangenen Jahren wurde die mangelnde Solidität des Finanzsektors in China häufig als Risikofaktor für die weitere wirtschaftliche Entwicklung genannt. Angesichts eines im internationalen Vergleich großen Bestandes an notleidenden Krediten schienen die chinesischen Banken sehr anfällig für eine Krise zu sein. In der Tat belief sich die Quote der notleidenden Kredite (NPL) der großen vier staatseigenen Banken^a im Jahr 2000 auf über 30 Prozent. Aktuell stellt sich angesichts der Belastungen, die im Zuge der US-Immobilienkrise für das internationale Finanzsystem entstanden sind, neuerlich die Frage nach dem Risikopotential im chinesischen Bankensektor. Schließlich musste die größte chinesische Bank, die *Industrial & Commercial Bank of China* (ICBC), im letzten Quartal 2007 mit 360 Millionen US-Dollar gut sechs Mal so viel Kredite abschreiben wie im Quartal zuvor, und die *Bank of China* (BOC) erhöhte ihre Rückstellungen deutlich.

Eine Reihe von Bankreformen und eine stärkere internationale Öffnung führten zu einer grundlegenden Modernisierung des Bankensektors, zudem trugen Finanzspritzen der chinesischen Regierung zur Sanierung bei.

Bei drei der staatseigenen Banken (BOC, ICBC und CCB) gelang der Umschwung durch (1) Rekapitalisierung, (2) strategische Partnerschaften, (3) Börsengänge und (4) effizientere Unternehmensstrukturen.^b Die Reformen der vierten staatseigenen Bank, der *Agricultural Bank of China* (ABC) stellen sich als deutlich problematischer dar, da es noch immer an effizienten Strukturen im Agrarsektor mangelt. Die positive Entwicklung der Aktienkurse der Banken an den Börsen in Shanghai und Hongkong deutet auf ein hohes Investorenvertrauen hin. Insbesondere die Auslagerung notleidender Kredite in so genannte Asset Management Gesellschaften förderte die Liquidität der Banken und festigte das Vertrauen der Investoren. So konnte die Quote der notleidenden Kredite am gesamten Kreditvolumen auf unter 10 Prozent gesenkt werden (siehe Abbildung K1-1).

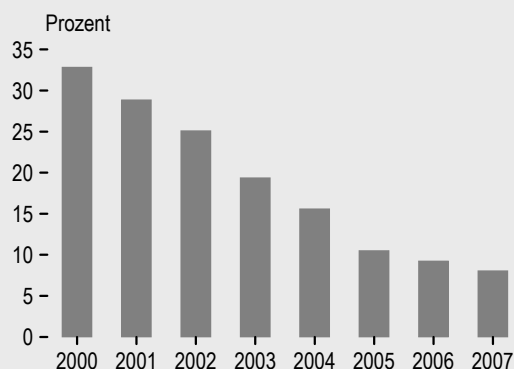
Neben den großen staatseigenen Banken gibt es in China 13 andere wichtige Geschäftsbanken, die Joint Stock Banken (Banken in Form von Aktiengesellschaften), deren Bedeutung in den vergangenen Jahren erheblich gestiegen ist. Des Weiteren erlaubt die Regierung seit Dezember 2007 ausländischen Banken Geschäfte in Renminbi zu tätigen und erfüllt somit alle WTO Kriterien. Es ist zu erwarten, dass diese Maßnahme den Wettbewerb im chinesischen Bankensektor fördert.

Die Fortschritte, die auf dem Weg zu einem modernen und gesunden Bankensektor gemacht wurden, werden deutlich an der gestiegenen Zahl der Banken, welche die Mindesteigenkapitalanforderung von 8 Prozent erfüllen;^c im Zeitraum von 2003 bis 2007 stieg diese von 8 auf 136. Zwar bedarf es wohl weiterer Reformen, um die Wettbewerbsfähigkeit der chinesischen Banken zu stärken und die Kreditqualität zu verbessern, auch erscheinen höhere Rückstellungen für Kreditverluste angemessen, die im internationalen Vergleich noch immer recht niedrig sind. Der Bankensektor ist aber gegenwärtig schon erheblich solider als noch vor wenigen Jahren, so dass sich das Risiko einer Bankenkrise in China stark vermindert hat.

^aDies sind die Bank of China (BOC), die Agricultural Bank of China (ABC), die China Construction Bank (CCB) und die Industrial & Commercial Bank of China (ICBC). — ^bMoody's Investors Service (2005). — ^cGemäß der internationalen Richtlinien (Basel I) sollte das Eigenkapital einer Bank gemessen an den risikogewichteten Aktiva den Wert von 8 Prozent nicht unterschreiten.

Abbildung K1-1:

Anteil der notleidenden Kredite der vier großen staatseigenen Banken am Kreditvolumen 2000–2007¹



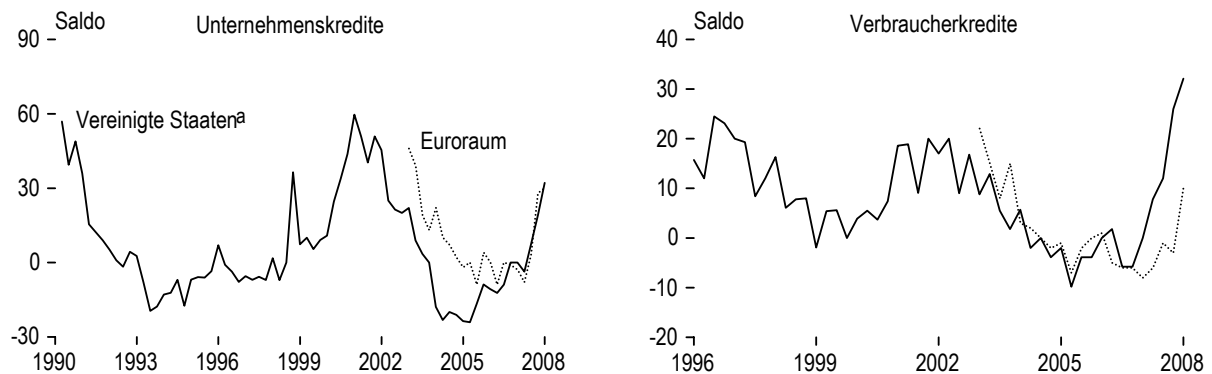
¹Bank of China (BOC), Agricultural Bank of China (ABC), China Construction Bank (CCB) und Industrial & Commercial Bank China (ICBC); gewichteter Durchschnitt nach Bilanzsumme.

Quelle: CBRC (2008); eigene Berechnungen.

Abkühlung der Weltkonjunktur

Abbildung 21:

Veränderung der Kreditvergabestandards in den Vereinigten Staaten und im Euroraum 1990–2008



^aKleine Unternehmen.

Quelle: EZB (2008b); Federal Reserve Board (2008).

vor besteht Unsicherheit über den vollen Umfang der mit der Neubewertung finanzieller Risiken verbundenen Belastungen. Klar scheint nach Vorlage der Bilanzen der führenden börsennotierten Finanzinstitute nur, dass die einzelnen Unternehmen in sehr unterschiedlichem Maße betroffen sind. So hat sich die Lage am Geldmarkt in Europa und den Vereinigten Staaten auch nach der Jahreswende nicht normalisiert. Die Risikoaufschläge auf unbesichertes Dreimonatsgeld sanken zwar spürbar; sie sind aber immer noch beträchtlich. Deutlich scheint außerdem, dass die Belastungen regional auf die Vereinigten Staaten und Europa konzentriert sind. Lediglich von einer großen chinesischen Bank ist bislang bekannt geworden, dass sie in beträchtlichem Umfang Abschreibungen auf Investments in mit US-Immobilienkrediten besicherte Papiere tätigen musste. Hierin sehen wir allerdings nur bedingt ein Alarmsignal; das Risiko, dass das chinesische Finanzsystem durch die Probleme im US-Immobilienmarkt in eine Krise geraten könnte, halten wir derzeit für gering, da der Bankensektor in China in den vergangenen Jahren offenbar erheblich solider geworden ist (Kasten 1).

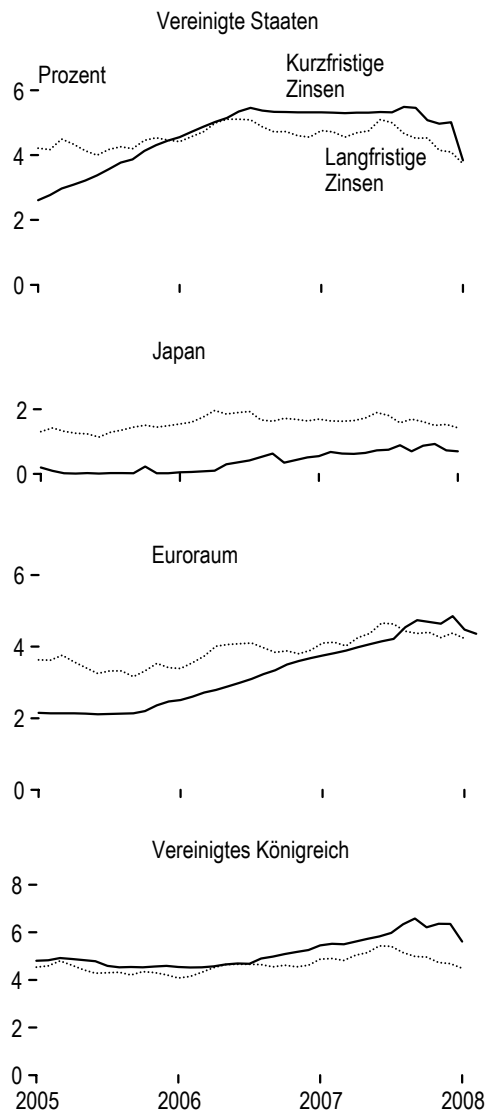
Die Finanzkrise belastet die Realwirtschaft vor allem dadurch, dass die Finanzierungskosten für die Unternehmen und die Haushalte steigen. Ein Ausdruck der Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen ist die ausgeprägte Straffung der Kreditstandards, die sowohl von

amerikanischen wie von europäischen Banken seit dem Sommer vorgenommen worden ist (Abbildung 21). Ein anderes Indiz ist, dass sich die Risikozuschläge für Anleihen minderer Bonität über die risikofreier Anleihen bis zuletzt stark erhöht haben. Dies ist freilich nicht nur Ausdruck einer im Zuge der Finanzkrise gestiegenen Risikoaversion. Eine Rolle spielt auch, dass sich das Kreditrisiko selber mit Eintrübung der konjunkturellen Aussichten erhöht. So nimmt die Zinsdifferenz zwischen den Anleihen unterschiedlicher Bonität üblicherweise in konjunkturellen Abschwungphasen deutlich zu. Gedämpft wurde der Anstieg der Finanzierungskosten dadurch, dass die Rendite auf Staatsanleihen seit Ausbruch der Finanzkrise spürbar gesunken ist (Abbildung 22). Dies hat dazu geführt, dass die Renditen für Unternehmensanleihen besserer Bonität trotz einer merklichen Ausweitung des Risikoaufschlags für Unternehmen guter oder mittlerer Bonität derzeit nicht viel höher sind als vor einem Jahr.

In makroökonomischen Simulationen haben Veränderungen der Finanzierungskosten spürbare konjunkturelle Effekte. Berechnungen mit NiGEM ergeben, dass ein Anstieg der Risikoprämie auf Unternehmensanleihen um einen Prozentpunkt, verbunden mit einem Anstieg der Zinsdifferenz zwischen langfristigen und kurzfristigen Zinsen um 1,2 Prozentpunkte, das Niveau des realen Bruttoinlandsprodukts innerhalb von zwei Jahren in den Vereinigten Staaten

Abkühlung der Weltkonjunktur

Abbildung 22:
Kurz- und langfristige Zinsen in den großen Industrieländern
2005–2008



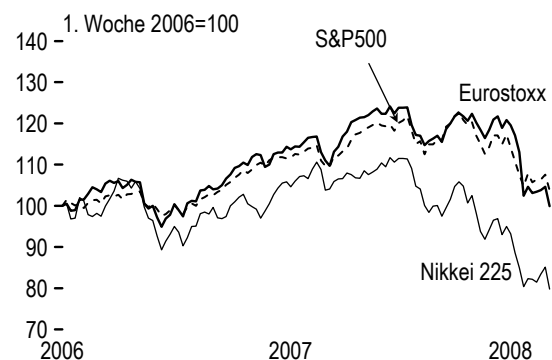
Quelle: OECD (2008).

um 0,7 Prozent und im Euroraum um 0,5 Prozent reduziert (Doern et al. 2007a). Um durch diesen Faktor eine Rezession auszulösen, bedarf es aber erheblicher Veränderungen der Finanzierungskosten (EUROFRAME-EFN 2007: 25), die wir gegenwärtig nicht beobachten. Ein stark dämpfender Einfluss der genannten Faktoren auf das Kreditvolumen ist bislang ebenfalls nicht erkennbar. Im Euroraum expandierten die Kredite an den privaten Sektor bis zuletzt mit extrem hohen Raten. Auch in den Verei-

nigten Staaten lässt die Entwicklung des Kreditvolumens derzeit nicht auf eine starke Verknappung des Kreditangebots schließen. Allerdings sind die privaten Haushalte inzwischen nicht mehr in der Lage, in nennenswertem Umfang Ausgaben durch (zusätzliche) Beleihung von Immobilien zu decken (*home equity withdrawal*), sondern müssen verstärkt auf die klassischen Konsumentenkredite und Kreditkarten zurückgreifen, wodurch sich die Kosten der Kreditaufnahme erhöht haben.

Merklich verschlechtert haben sich die monetären Rahmenbedingungen durch den Einbruch an den Aktienmärkten, zu dem es nach der Jahreswende kam. War in den Monaten zuvor im Gefolge der Finanzkrise vor allem die Bewertung von Finanztiteln unter Druck gewesen, gaben nun – vermutlich als Folge von Rezessionsängsten – auch die Kurse im übrigen Markt auf breiter Front nach. Die wichtigsten Indizes liegen derzeit an den großen Weltbörsen um etwa 15–20 Prozent unter ihren im vergangenen Jahr verzeichneten Höchstständen (Abbildung 23).

Abbildung 23:
Aktienkurse in großen Industrieländern 2006, 2007 und 2008^a



^aLetzter Wert: 7. März 2008

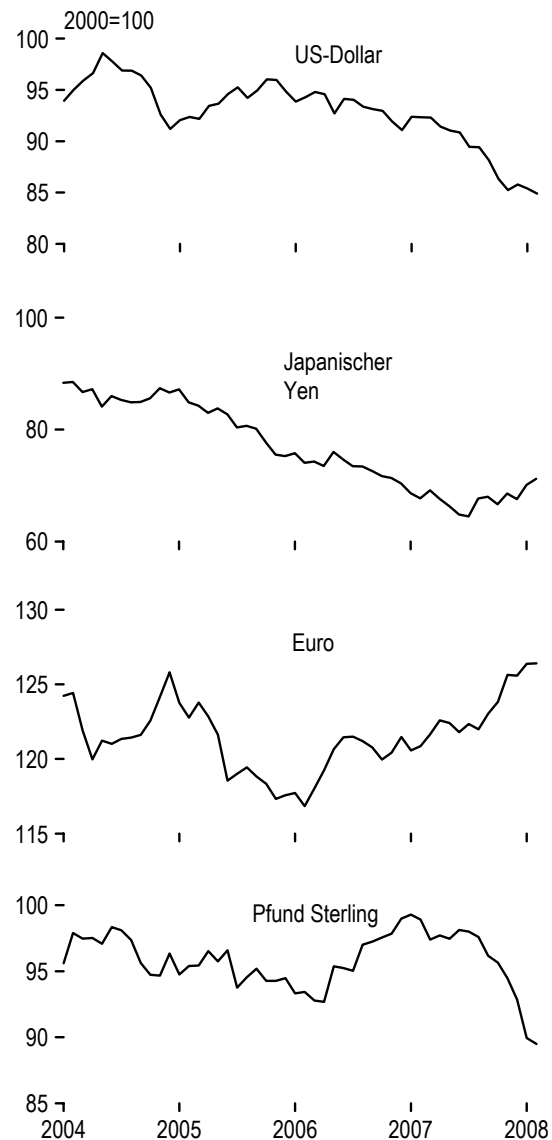
Quelle: Thomson Financial Datastream.

Unterschiedlicher Kurs der Geldpolitik

Die gegenwärtige Kombination aus größeren Konjunkturrisiken und erhöhter Inflation stellt die geldpolitischen Entscheidungsträger vor das Problem, wie sie die verschiedenen Risiken gewichten sollen. Dabei kamen die Notenbanken in den großen Industrieländern zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen. Während die US-Notenbank ihre Zinsen rasch und deutlich senkte und die Bank von England in kleinen Schritten folgte, veränderten die Bank von Japan und die EZB das Niveau ihrer Leitzinsen nicht; sie verzichteten allerdings auf zuvor geplante Zinsanhebungen. In einzelnen kleineren Ländern, etwa in Schweden und Norwegen, wurden die Notenbankzinsen sogar bis zuletzt angehoben. Die unterschiedliche Ausrichtung der Geldpolitik trug dazu bei, dass sich die Wechselkursverhältnisse zwischen US-Dollar, Euro und Yen deutlich änderten. Seit Beginn der Finanzkrise im August hat der Dollar gegenüber dem Yen um 12 Prozent und gegenüber dem Euro um 10 Prozent an Wert verloren. Auch real und effektiv büßte die amerikanische Währung deutlich an Wert ein, während Euro und Yen spürbar aufwerteten (Abbildung 24). Nachdem die ersten Wochen des laufenden Jahres von relativer Wechselkursstabilität geprägt waren, geriet der Dollar in der jüngsten Zeit erneut verstärkt unter Druck.

Die US-Notenbank entschied sich bei der Abwägung der Risiken von Beginn an dafür, der Stützung der Konjunktur Priorität einzuräumen. Diese Politik ist nachvollziehbar, ist doch die realwirtschaftliche Ursache der Finanzmarktkrise in der Immobilienkrise in den Vereinigten Staaten zu sehen. Daher waren (und sind) die Konjunkturrisiken in den Vereinigten Staaten als besonders groß einzuschätzen. Bereits kurz nach Ausbruch der Finanzkrise begann sie im September vergangenen Jahres ihre Zinsen zu senken. Nachdem sie das Ziel für die Fed Funds Rate bis zum Dezember schrittweise um einen Prozentpunkt reduziert hatte, senkte sie den Referenzzinssatz im Januar unter dem

Abbildung 24:
Realer effektiver Wechselkurs der wichtigsten Weltwährungen
2004–2008^a



^aAuf Basis der Verbraucherpreise.

Quelle: OECD (2008); eigene Berechnungen und Schätzungen.

Eindruck neuerlicher Turbulenzen an den Finanzmärkten innerhalb von neun Tagen in zwei Schritten um insgesamt 125 Basispunkte auf nun drei Prozent. Eine vergleichbare Zinssenkung hat es in den Vereinigten Staaten seit über 25 Jahren nicht gegeben. Durch ihr Handeln hat die Fed deutlich dokumentiert, dass sie enorme Gefahren für die Konjunktur und die

Stabilität des Finanzsektors sieht. Insgesamt ist die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten nun deutlich expansiv ausgerichtet, allerdings dürfte sie in Anbetracht gestiegener Risikoprämien und verschärfter Kreditvergabebedingungen ihre volle Wirkung nicht unmittelbar entfalten können. Mit der deutlichen Beschleunigung der Inflation auf mehr als 4 Prozent bei den Verbraucherpreisen und sogar nahezu 8 Prozent bei den Produzentenpreisen haben sich inzwischen aber wohl auch die Risiken erhöht, dass sich die Inflationserwartungen aus ihrer jahrelangen Verankerung lösen, selbst wenn sich die Kernrate sowohl bei Verbraucherpreisen als auch bei den Produzentenpreisen mit rund 2,5 Prozent derzeit weiterhin auf einem für die Fed vermutlich noch akzeptablen Niveau befindet. Insgesamt erwarten wir, dass die Federal Funds Rate im Frühjahr um weitere 75 Basispunkte gesenkt wird. Danach dürfte sie dann für den Großteil des Prognosezeitraums unverändert bleiben, sofern sich unsere Einschätzung der weiteren Entwicklung von Konjunktur und Inflation als zutreffend erweist. In der zweiten Jahreshälfte 2009 wäre in diesem Szenario dann mit einem Wiederanziehen der zinspolitischen Zügel zu rechnen.

Die Bank von Japan hielt ihren Leitzins angesichts einer seit Frühjahr 2007 lahmenden Binnenkonjunktur und unter dem Eindruck der erhöhten weltwirtschaftlichen Unsicherheiten seit Februar vergangenen Jahres unverändert bei 0,5 Prozent. Sie verzichtete damit auf das eigentlich angestrebte Fortschreiten auf dem Weg zu einer Normalisierung der Geldpolitik, die im Jahr 2006 eingeleitet worden war. Bei der von uns erwarteten nur mäßigen konjunkturellen Expansion, den erhöhten weltwirtschaftlichen Risiken und der höheren Bewertung des Yen dürfte sich an der abwartenden Haltung der japanischen Notenbank bis auf weiteres nichts ändern. Damit dürfte die Geldpolitik im Prognosezeitraum weiter anregend wirken.

Die Europäische Zentralbank hat die Leitzinsen seit Juni 2007 nicht mehr verändert. Nachdem die Geldmarktzinsen aufgrund der Finanzmarkturbulenzen zeitweise erheblich angezogen hatten und das Dreimonatsgeld (EURIBOR) in

der Spitze 4,85 Prozent gekostet hatte, hat sich die Lage in den ersten Monaten dieses Jahres etwas entspannt. Anfang März betrug der Zinssatz aber immer noch 4,4 Prozent. Real gerechnet ist der kurzfristige Zins in den vergangenen Monaten sogar gesunken; er belief sich auf knapp 2 Prozent. Dies signalisiert, dass der Kurs der Geldpolitik akkommodierend ist. Derzeit gibt es sowohl für eine Straffung als auch für eine Lockerung der Geldpolitik Argumente. So haben sich die Aussichten für die Preisniveaustabilität weiter eingetrübt. Es ist wahrscheinlich, dass der Anstieg der Verbraucherpreise in diesem Jahr deutlich über der Zielvorstellung der Notenbank liegen wird; auch für das kommende Jahr ist eine Zielverfehlung nicht auszuschließen. Dies geht auch aus den jüngsten Projektionen des Stabes der EZB hervor (Tabelle 4). Gleichzeitig haben sich allerdings die Konjunkturaussichten verschlechtert. Hier rechnet der Stab der EZB – ebenso wie die meisten Prognostiker – nun mit einem deutlich niedrigeren Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts im laufenden Jahr. Alles in allem dürften sich die Argumente bei der Diskussion innerhalb der EZB in etwa die Waage halten; daher haben wir für unsere Prognose unterstellt, dass die Leitzinsen bis Ende 2009 unverändert bleiben. Diese Erwartung wird auch gestützt durch die von uns verwendete empirische Reaktionsfunktion für die Geldpolitik.⁴ Die

Tabelle 4:
Projektionen von Experten des Eurosystems für den Euroraum^a

Monat	BIP- Anstieg 2008	BIP- Anstieg 2009	Inflations- rate 2008	Inflations- rate 2009
Juni 2007	2,3	–	2,0	–
September 2007	2,3	–	2,0	–
Dezember 2007	2,0	2,1	2,5	1,8
März 2008	1,7	1,8	2,9	2,1

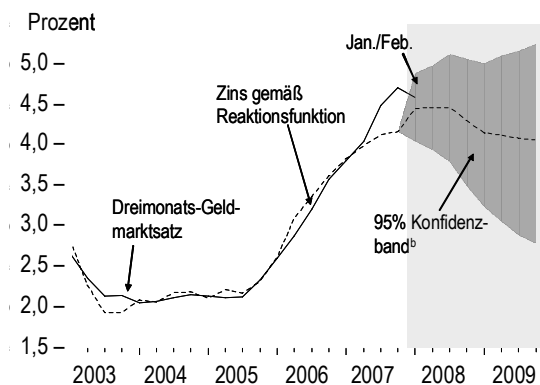
^aMittelwert der jeweils ausgewiesenen Intervalle.

Quelle: EZB (2008a).

⁴ Zur Beschreibung der Gleichung und der Schätzmethode vgl. Gern, Meier und Scheide (2006). Zur Vorgehensweise für die Berücksichtigung der seit dem dritten Quartal 2007 zu beobachtenden Turbulenzen am Geldmarkt siehe Dovern et al. (2007b: 22).

Schätzung enthält zum einen unsere Prognose bezüglich der gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung im Euroraum. Zum anderen geht in die Gleichung die Prognose der „Professional Forecasters“ bezüglich der Inflationsrate ein; für 2010 wurde unterstellt, dass die Inflation ähnlich wie 2009 etwas über 2 Prozent liegt. Die gegenwärtige Kapazitätsauslastung hätte, verbunden mit diesen Inflationserwartungen, unter normalen Bedingungen eine Zinsanhebung nahegelegt. Da jedoch die Spanne zwischen Geldmarktzinsen und Leitzins infolge der Turbulenzen an den Finanzmärkten deutlich erhöht ist, konnte die EZB auf eine zusätzliche Straffung verzichten. Für die Prognose nehmen wir an, dass sich die Situation am Geldmarkt bis zum Ende des Jahres 2008 allmählich normalisiert. Dies impliziert, dass der Geldmarktzins gemäß der Taylor-Regel leicht sinkt, ohne dass die Notenbank ihren Leitzins ändern müsste (Abbildung 25). Alles in allem wird die Geldpolitik im Prognosezeitraum in etwa neutral ausgerichtet sein. Die EZB würde die Zinsen vermutlich nur senken, wenn sich abzeichnen sollte, dass sich die konjunkturelle Expansion merklich stärker verlangsamt, als in unserer Prognose unterstellt.

Abbildung 25:
Geldmarktzinsen im Euroraum 2003–2009^a



^aPrognose ab 2008. — ^bErmittelt über Bootstrap-Simulation mit 1000 Replikationen.

Quellen: EZB (2008a); eigene Berechnungen und Prognosen.

In den Schwellenländern reagierten die Notenbanken unterschiedlich auf die Herausforderungen der vergangenen Monate. Auf der einen

Seite strafften einige Zentralbanken, so die Bank von China und die indische Nationalbank, angesichts einer boomenden Konjunktur ihren Kurs und erhöhten die Leitzinsen, um dem zunehmenden Inflationsdruck zu begegnen. Auf der anderen Seite nahm eine Reihe von Notenbanken in Asien, aber auch in Lateinamerika ihre Zinsen zurück, wenngleich zumeist nicht sehr stark. Dieser Schritt wurde überwiegend deswegen vorgenommen, um einer unerwünschten monetären Straffung durch eine Aufwertung der heimischen Währung gegenüber dem US-Dollar entgegenzuwirken.

Finanzpolitik: Budgetdefizite steigen wieder

Die Entwicklung der Staatsfinanzen war in den vergangenen Jahren von einem deutlichen Rückgang der Haushaltsdefizite geprägt. Dies war zum Teil Resultat einer konsolidierungsorientierten Finanzpolitik, zum überwiegenden Teil war die Verbesserung der finanziellen Position des Staates aber wohl konjunkturell bedingt. Mit der absehbaren konjunkturellen Verlangsamung dürfte auch der Einnahmewachstum erheblich nachlassen, zumal dort, wo sich – wie in den Vereinigten Staaten und in einigen europäischen Ländern – die Immobilienmärkte stark abkühlen. Einen deutlichen Schwenk in der Finanzpolitik erwarten wir allerdings lediglich für die Vereinigten Staaten, wo bereits ein Konjunkturprogramm verabschiedet wurde. In Europa und in Japan bleibt die Finanzpolitik im Grundsatz konsolidierungsorientiert.

Die zunehmenden Anzeichen für ein Übergreifen der Schwäche am Immobilienmarkt auf die übrige Wirtschaft haben die US-Regierung veranlasst, ein Konjunkturpaket mit einem Volumen von etwa 150 Mrd. US-Dollar (dies entspricht etwa 1,2 Prozent des Bruttoinlandsprodukts) zu verabschieden. Damit wird die Finanzpolitik in den Vereinigten Staaten im Jahr 2008 deutlich expansiv ausgerichtet sein. Das Konjunkturprogramm begünstigt mit einem Anteil von etwa 100 Mrd. Dollar zielgerichtet

Abkühlung der Weltkonjunktur

Kasten 2:

Die amerikanische Konjunkturpolitik: Eine Versicherung ohne negative Folgen?

Die Wirtschaftspolitik in den Vereinigten Staaten hat mit massiven Maßnahmen auf die abzusehende konjunkturelle Schwäche reagiert. Nicht nur wurden die Leitzinsen so stark und in so schneller Folge gesenkt wie selten zuvor, auch wurde ein Konjunkturprogramm beschlossen, das vor allem Steuergutscheine für private Haushalte sowie Erleichterungen für Unternehmensinvestitionen vorsieht. Das Programm hat ein Volumen, das rund einem Prozent des Bruttoinlandsprodukts entspricht. Ziel der Politik ist es, einer möglichen Rezession entgegenzuwirken. Im Folgenden wird diskutiert, ob dies gelingen kann und welche Konsequenzen sich möglicherweise für die konjunkturelle Entwicklung in der mittleren Frist ergeben.

Die Erfolgchancen einer antizyklischen Finanzpolitik werden im Allgemeinen als sehr gering eingeschätzt. Empirische Untersuchungen zeigen, dass die Finanzpolitik in den Vereinigten Staaten kaum systematische Effekte hatte und die Konjunktur nicht stabilisieren konnte, zeitweise sogar die konjunkturellen Ausschläge vergrößerte (Jones 2002). Diese Beobachtung wird häufig damit erklärt, dass die Politik wegen der diversen Wirkungsverzögerungen (vor allem bei der Entscheidung über und bei der Umsetzung von Maßnahmen) nicht zeitgerecht eingesetzt wird und daher sogar prozyklisch wirken kann (Taylor 2000). Bei dem jüngst beschlossenen Konjunkturprogramm scheint diese Gefahr allerdings nicht sehr groß zu sein, denn es wird wohl sehr rasch umgesetzt werden. So kommen die privaten Haushalte nach den Plänen der Regierung frühzeitig in den Genuss der Steuergutscheine, so dass die zusätzlichen Ausgaben theoretisch noch in diesem Jahr getätigt werden können, also zu der Zeit, in der eine Rezession für wahrscheinlich gehalten wird.^a

Ein anderes Argument gegen Konjunkturprogramme ist, dass die Finanzierung offen gelassen wird. Rationale Wirtschaftssubjekte könnten daher erwarten, dass auf die Steuersenkungen heute Steuererhöhungen in der Zukunft folgen werden, um die Staatsverschuldung wieder zurückzuführen. Daher werden sie ihre Ausgaben nicht erhöhen, sondern mehr sparen, so dass die gewünschten positiven Effekte ausbleiben oder das Programm im schlechtesten Fall sogar negativ wirkt (nichtkeynesianische Effekte).^b In der Tat ist das Risiko groß, dass solche Erwartungen vorherrschen, denn das strukturelle Budgetdefizit in den Vereinigten Staaten ist nach wie vor hoch, und es wird durch das Konjunkturprogramm weiter zunehmen. In diesem Falle wäre für die Konjunktur nichts gewonnen, jedoch wäre die Staatsverschuldung höher als vorher.

Doch selbst wenn das Programm den privaten Konsum vorübergehend anregen sollte, bleibt die Frage, ob die Reaktion der Wirtschaftspolitik auf den erwarteten konjunkturellen Abschwung angemessen ist. Die Ursache für die Konjunkturschwäche liegt vor allem in der Korrektur am amerikanischen Immobilienmarkt. In der Folge lässt der Vermögenseffekt, der den privaten Konsum über einige Jahre beflügelt hat, nach bzw. er kehrt sich um. Dies hat zur Folge, dass sich der private Konsum normalisiert und eine Zeitlang langsamer zunimmt, als es sonst der Fall wäre. Auch ist zu erwarten, dass die privaten Haushalte bestrebt sein werden, ihre Verschuldung, die sich als zu hoch herausgestellt hat, weil sie auf zu hohen Vermögenspreisen und zu günstigen Kreditkonditionen beruhte, zurückzuführen. Sie werden daher ihre Ersparnis erhöhen, die im Zuge des Booms auf ein zu niedriges, also nicht nachhaltiges Niveau reduziert wurde.

Insofern ist eine Verlangsamung des Konsumanstiegs ein ganz normales Phänomen, das für sich genommen kein Problem für die Wirtschaftspolitik darstellt. Erst recht ist es nicht sinnvoll, mit einem Konjunkturprogramm ausgerechnet darauf abzielen, den Konsum zu fördern. Denn dies würde ja nur bedeuten, dass man versucht, die notwendige Korrektur des Verhaltens der privaten Haushalte zu verhindern. Dies kann aber letztlich nicht gelingen. Unterstellt man, dass das Programm „wie gewünscht“ funktioniert, also der Konsum tatsächlich angeregt wird, dann wird die Korrektur nicht nur auf zukünftige Perioden verschoben, der private Konsum wird sich später sogar auch noch stärker abschwächen müssen. Die Hoffnung der Wirtschaftspolitik muss daher sein, dass diese Korrektur in eine Zeit fällt, in der das gesamtwirtschaftliche Umfeld günstiger ist, also keine Rezessionsgefahr besteht. Dies ist jedoch ein schwaches Argument für eine wirtschaftspolitische Maßnahme von einer solchen Tragweite.

Der Staat muss, wenn er nicht auf Dauer eine höhere Staatsverschuldung zulassen will, eine restriktive Finanzpolitik betreiben, also zum Beispiel die Steuern erhöhen. Dabei muss die Administration darauf setzen, dass ein solcher Schwenk in der Finanzpolitik in eine Zeit fällt, in der die Konjunktur wieder robust genug ist. Da ein exaktes „timing“ der expansiven und restriktiven Maßnahmen nicht oder nur schwer gelingen kann, plädieren viele Ökonomen dafür, auf eine antizyklisch intendierte Finanzpolitik zu verzichten und stattdessen allein die automatischen Stabilisatoren wirken zu lassen (Taylor 2000). Die Erfahrung zeigt, dass wiederholte Versuche, mit einer expansiven Finanzpolitik die Konjunktur stützen zu wollen, tendenziell dazu führen, dass die Staatsverschuldung zunimmt und somit die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen leidet.

Abkühlung der Weltkonjunktur

Nun mag man argumentieren, dass es gegenwärtig um ein besonders großes Risiko in der amerikanischen Wirtschaft gehe, denn die konjunkturelle Lage sei sehr labil, und es drohe möglicherweise eine Rezession oder eine schwere Krise. In der Folge könnten sich große Schäden für die Gesamtwirtschaft ergeben, weil es schwer sein dürfte, sich aus einer solchen Situation zu befreien, so dass eine aktive Konjunkturpolitik angezeigt sei. Anzeichen für eine solche Situation gibt es allerdings derzeit nicht. So ist das Risiko, dass eine Rezession bevorsteht, zwar vorhanden.^c Eine Reihe von Indikatoren spricht jedoch dafür, dass eine Rezession, wenn sie denn eintritt, lediglich moderat ausfallen würde, also ähnlich verlaufen würde wie diejenige im Jahr 2001.

Auch die amerikanische Notenbank setzt offenbar darauf, mit ihrer Politik den „schlimmsten Fall“ abzuwenden. So hat die Fed aufgrund der Probleme des Bankensystems die Zinsen drastisch gesenkt. Sie hat damit ihren bis zum vergangenen Spätsommer verfolgte Politik verlassen und einen Schwenk in expansive Richtung vorgenommen. Mit der zuvor strafferen Politik hatte sie darauf abgezielt, den konjunkturellen Aufschwung zu dämpfen und dem Anstieg der Inflationserwartungen, der seit dem Jahr 2004 zu beobachten ist, entgegenzuwirken.

Es gibt zwar weitgehend Konsens, dass Notenbanken auf eine prognostizierte Abnahme der Kapazitätsauslastung mit einer Zinssenkung reagieren sollen. Aber es ist unsicher, ob das Ausmaß der Lockerung durch die Fed gerechtfertigt ist. Zum einen ist zu bedenken, dass die Kapazitätsauslastung bis zuletzt sehr hoch war, nach gängigen Berechnungen ergibt sich sogar eine leicht positive Produktionslücke. Zum anderen kann diese Lücke sogar unterschätzt sein, weil das Produktionspotential nicht so groß ist, wie es die Schätzungen nahelegen. Der Grund liegt darin, dass die Konjunktur auch durch den Boom am Immobilienmarkt getrieben wurde; infolgedessen können Schätzungen des nachhaltigen Trends bzw. des Produktionspotentials überhöht sein. Die Zunahme der Wohnungsbauiinvestitionen und vor allem die durch den Vermögenseffekt induzierten Konsumausgaben der privaten Haushalte haben das reale Bruttoinlandsprodukt also über das nachhaltige (natürliche) Niveau hinaus angehoben. Wenn sich mit der Korrektur nach dem Platzen der Blase am Immobilienmarkt nun das Niveau der Produktion normalisiert, ist das für sich genommen ein erwünschter und unvermeidlicher Vorgang^d und von daher kein Grund, die Zinsen zu senken.

Allerdings befürchtet die Notenbank offenbar, dass es nicht bei der Normalisierung bleibt, sondern dass sich die Konjunktur stärker abschwächt und ein Gegensteuern erforderlich ist, auch weil möglicherweise eine Bankenkrise folgt, mit weitreichenden Konsequenzen für die Gesamtwirtschaft. Diese Politik kann richtig sein, sie birgt aber auch Risiken. Derzeit sind die kurzfristigen Realzinsen in den Vereinigten Staaten sehr niedrig, zuletzt waren sie sogar leicht negativ. Dies impliziert einen sehr kräftigen Impuls für die amerikanische Wirtschaft. Gleichzeitig sind die Inflationserwartungen mit rund 3 Prozent höher, als die Fed es für mittelfristig wünschenswert hält. Bei der expansiven Geldpolitik besteht daher das Risiko, dass die Inflationserwartungen nicht wie gewünscht nachlassen. Dem müsste die Notenbank zu einem späteren Zeitpunkt entgegenwirken. Dabei muss sie hoffen, dass sich die Inflation nicht so stark verfestigt haben wird, denn andernfalls wäre ein massives Gegensteuern notwendig, welches vermutlich die Konjunktur deutlich dämpfen würde.

Dieses Risiko kann die Notenbank mindern, indem sie erstens deutlich macht, dass sie mittelfristig die Inflation reduzieren will und dass sie zweitens die Leitzinsen wieder rasch erhöht, wenn sich die Konjunkturaussichten aufhellen. Andernfalls würde die expansive Politik dazu führen, dass mittelfristig die Preisniveaustabilität, aber auch die Stabilität der wirtschaftlichen Expansion gefährdet wird. Man hätte dann zwar eine leichte Rezession heute vermieden, aber um den hohen Preis einer schwereren Rezession in der Zukunft.^e

Alles in allem kann man die aktuelle amerikanische Wirtschaftspolitik als Versuch interpretieren, die Wirtschaft gegen einen massiven Konjunkturreinbruch zu versichern. Ob die Maßnahmen richtig sind, ist aus heutiger Sicht unsicher, denn die Diagnose insbesondere der Probleme im Bankensektor ist extrem schwierig. Kann die Politik Schaden anrichten? Ja, denn es besteht das Risiko, dass die Wirtschaftspolitik einen zu großen Schub auslöst, der eine unerwünschte Beschleunigung der Inflation nach sich zieht. Unabhängig davon besteht – wie typischerweise bei einer Versicherung – das Risiko des „moral hazard“. So könnten Banken das Verhalten der Notenbank zum Anlass nehmen, in Zukunft ebenfalls hohe Risiken einzugehen, weil sie damit rechnen, dass die Notenbank einspringt und so ihre Verluste begrenzt. Dies ginge aber zu Lasten der gesamtwirtschaftlichen Stabilität und würde einen Wohlfahrtsverlust bedeuten. Ebenso können Konsumenten in Zukunft geneigt sein, sich stärker zu verschulden, weil sie damit rechnen, dass ein Teil ihrer Verluste durch die Allgemeinheit – sprich: die Steuerzahler – getragen wird. Auch dies ginge zu Lasten der Wohlfahrt in der gesamten Volkswirtschaft.

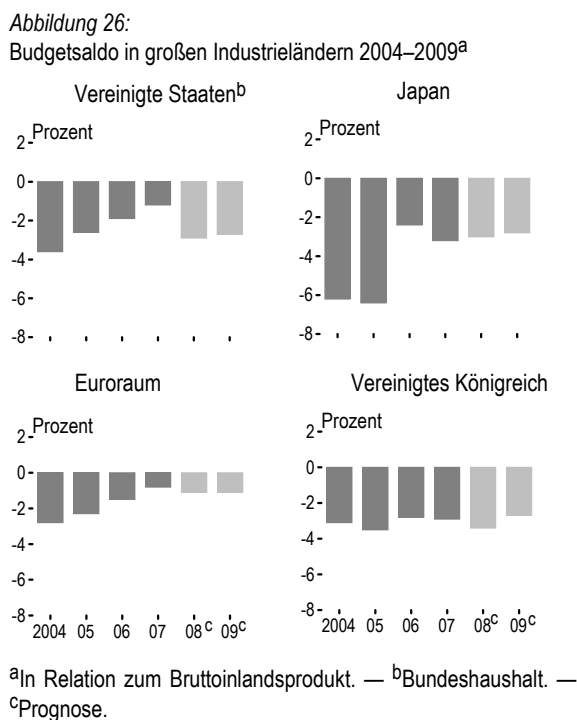
^aSo zeigen Elmendorf und Reifschneider (2002), dass sich Steuergutschriften rasch auf die Konjunktur auswirken können. —

^bVgl. beispielsweise EZB (2004). — ^cIn einer Rezession befindet sich die Wirtschaft „nach amerikanischer Definition“ dann, wenn das reale Bruttoinlandsprodukt zwei Quartale in Folge sinkt. Andere Definitionen stellen auf die Kapazitätsauslastung ab; danach kann eine Rezession auch dann gegeben sein, wenn das Bruttoinlandsprodukt nicht sinkt. — ^dEs bildet sich lediglich die „falsch gemessene“ Produktionslücke zurück. — ^eVgl. die Kritik am aktuellen Kurs der US-Notenbank (Meltzer 2008).

die amerikanischen Haushalte und dürfte somit den Konsum in diesem Jahr anregen. Wir erwarten in der derzeitigen Situation, dass ein größerer Teil der Steuergutschriften für die Schuldentilgung aufgebracht wird und die Effekte somit moderat ausfallen. Hinsichtlich der zweiten wesentlichen Komponente des Maßnahmenpakets, den Steuervergünstigen für Unternehmen auf im Jahr 2008 getätigte Investitionen, rechnen wir aufgrund von Mitnahmeeffekten mit nur geringen positiven Effekten auf die Konjunktur. Allenfalls wird es zu einem Vorziehen von ohnehin für das Jahr 2009 oder danach geplanten Investitionen kommen. Auch wenn das Konjunkturprogramm das Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2008 erhöht und die Rezessionsgefahr somit zunächst lindert, so löst es doch keineswegs die strukturellen Probleme auf den Finanz- und Immobilienmärkten (Kasten 2). Eine dauerhafte Belebung der wirtschaftlichen Entwicklung in den Vereinigten Staaten aufgrund des Konjunkturprogramms ist nicht zu erwarten, wohl aber ein deutlicher Anstieg des Budgetdefizits von 1,2 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2007 auf 3,1 Prozent im laufenden Jahr (Abbildung 26).

Die Finanzpolitik in Japan ist in den vergangenen Jahren auf ihrem Weg der Haushaltskonsolidierung zwar deutlich vorangekommen. Das Budgetdefizit ist zwischen 2002 und 2007 von 8 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt auf rund 3 Prozent im Jahr 2007 gesunken. Um dem weiteren Ansteigen des öffentlichen Schuldenberges in Höhe von mehr als 180 Prozent des Bruttoinlandsprodukts entgegenzuwirken, strebt die Regierung einen Überschuss im Primärhaushalt (Einnahmen und Ausgaben ohne Zinszahlungen) bis zum Fiskaljahr 2011/12 an. Es ist gegenwärtig allerdings nicht erkennbar, dass der notwendige Abbau der Defizitquote um mindestens weitere 1,5 Prozentpunkte im Prognosezeitraum deutlich vorankommt. Derzeit zeichnet sich vielmehr eher eine Lockerung des Konsolidierungskurses ab; die Regierung schreckt offenbar angesichts allseits erwarteter Neuwahlen zum Parlament davor zurück, schmerzhaft Einschnitte bei den Staatsausgaben oder die von Experten empfohlene, aber unpopuläre Erhöhung der Mehrwertsteuer umzusetzen. Im Haushaltsentwurf für das kommende Fiskaljahr (April 2008 bis März 2009) ist ein Ausgabenanstieg von rund 3 Prozent vorgesehen, so dass die Staatsausgaben real wohl spürbar stärker steigen werden als das Bruttoinlandsprodukt. Zunehmen werden demografiebedingt insbesondere die Sozialausgaben, zumal zunächst vorgesehene Maßnahmen zur Eindämmung des Ausgabenanstiegs im Gesundheitswesen (Erhöhung der Selbstbeteiligung bei Älteren) verschoben wurden. Gleichzeitig sinken die Ausgaben für öffentliche Investitionen verlangsamt. Das Budgetdefizit dürfte 2008 nur geringfügig zurückgehen. Auch im kommenden Jahr erwarten wir eine allenfalls leicht restriktive Politik.

Im Euroraum dürfte das zusammengefasste Defizit im Staatshaushalt nach einer deutlichen Rückführung in den Jahren 2006 und 2007 im Prognosezeitraum wieder etwas zunehmen (Tabelle 5). Angesichts nach wie vor hoher Unternehmensgewinne und eines sich immer noch verbessernden Arbeitmarktes werden die negativen Auswirkungen der konjunkturellen Verlangsamung auf die Staatsfinanzen wohl in den meisten Ländern noch nicht spürbar sein; ledig-



Quelle: OECD (2007); Eurostat (2008); eigene Prognose.

Tabelle 5:
Budgetsaldo des Staates im Euroraum 2006–2009^a

	2006	2007	2008 ^b	2009 ^b
Deutschland	-1,6	0,0	-0,1	0,0
Frankreich	-2,5	-2,7	-2,9	-3,0
Italien	-4,4	-2,5	-2,4	-2,7
Spanien	1,8	2,0	0,9	0,2
Niederlande	0,6	0,0	0,3	-0,2
Belgien	0,1	-0,2	-0,5	-0,7
Österreich	-1,2	-0,6	-0,6	-0,8
Griechenland	-2,5	-2,5	-2,1	-1,8
Irland	2,9	0,9	-0,5	-0,8
Finnland	3,9	4,2	3,7	3,2
Portugal	-3,9	-3	-2,7	-2,4
Luxemburg	0,7	1,1	0,6	0,5
Slowenien	-1,2	-0,7	-0,8	-0,8
Zypern	-1,2	-1,0	-0,8	-0,8
Malta	-2,5	-2,0	-1,5	-1,0
Euroraum	-1,5	-0,8	-1,0	-1,2
Euroraum ohne Deutschland	-1,5	-1,1	-1,4	-1,6

^aIn Prozent des Bruttoinlandsprodukts. — ^bPrognose.

Quelle: Eurostat (2008); eigene Berechnungen und Prognosen.

lich dort, wo eine starke Abkühlung am Immobilienmarkt zu verzeichnen ist (Irland, Spanien), dürfte sich vonseiten der wirtschaftlichen Aktivität eine spürbare Belastung im öffentlichen Haushalt ergeben. Andererseits hat sich die Ausrichtung der Politik zumeist in expansiver Richtung verschoben. Im Jahr 2008 überwiegen auf der steuerlichen Seite die Entlastungen, und die Ausgaben werden beschleunigt zunehmen. Insbesondere zeichnet sich in den großen Ländern eine Lockerung der Finanzpolitik ab. Während dies in Deutschland in einer Situation eines ausgeglichenen Staatshaushalts erfolgt, waren die Defizite in Italien und in Frankreich im vergangenen Jahr immer noch hoch, und es droht bereits wieder eine Verletzung der im Stabilitäts- und Wachstumspakt vorgesehenen Defizitgrenze von 3 Prozent für den Fall, dass sich die Konjunktur unerwartet stark eintrübt. Im kommenden Jahr wird die Finanzpolitik im Euroraum insgesamt voraussichtlich etwa neutral ausgerichtet sein. Die zusammengefasste Defizitquote dürfte sich dann auf 1,2 Prozent belaufen, nach 1 Prozent im Jahr 2008.

Ausblick: Weltwirtschaftliche Expansion lässt spürbar nach

Der Anstieg der Weltproduktion fiel im vergangenen Jahr mit einer Zuwachsrate von schätzungsweise 4,7 Prozent⁵ nochmals sehr kräftig aus, obwohl im Jahresverlauf bereits eine merkliche konjunkturelle Verlangsamung festzustellen war. In diesem und im nächsten Jahr dürfte die weltwirtschaftliche Expansion deutlich hinter den Zuwachsraten der Vorjahre zurückbleiben. Einen Einbruch der wirtschaftlichen Aktivität erwarten wir für die Weltwirtschaft insgesamt nicht. Auch wenn die Folgen der Krise an den internationalen Finanzmärkten immer noch sehr schwer abzuschätzen sind, halten wir es für unwahrscheinlich, dass sie zu einer massiven Dämpfung der weltweiten Aktivität führen. Zwar ist die Wahrscheinlichkeit, dass die Vereinigten Staaten in eine Rezession rutschen, beträchtlich. Doch dürfte selbst in diesem Fall ein Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion moderat ausfallen, zumal die Wirtschaftspolitik beträchtliche Anregungen gibt. In den übrigen Industrieländern sind die internen Auftriebskräfte nach wie vor deutlich, wenngleich der rohstoffpreisbedingte Kaufkraftentzug dämpfend wirkt. Hinzu kommt, dass die Exporte der Industrieländer auch deshalb weiter zunehmen werden, weil die Wachstumsdynamik in den Schwellenländern ungebrochen ist. Der dämpfende Effekt der hohen Rohstoffpreise wird nicht nur dadurch gemindert, dass die Rohstoffe exportierenden Ländern zusätzliche Nachfrage entfalten; soweit die Rohstofflöse an den Weltkapitalmärkten angelegt werden, sind sie ein Faktor hinter den niedrigen

⁵ Diese Berechnung berücksichtigt die Revision der Schätzungen für die Anteile der einzelnen Länder am Weltbruttoinlandsprodukt auf der Basis von Kaufkraftparitäten, die Ende 2007 von der Weltbank vorgelegt wurde (Weltbank 2007). Im Vergleich zu den zuvor verwendeten Werten sind insbesondere die Anteile der schnell wachsenden großen Schwellenländer China und Indien erheblich gesunken. Dies hat zur Folge, dass die Zuwachsrate der Weltproduktion nun geringer geschätzt wird als zuvor. Für die vergangenen Jahre beläuft sich die Differenz auf etwa 0,4 Prozentpunkte.

Abkühlung der Weltkonjunktur

langfristigen Zinsen, die ihrerseits die Konjunktur stützen.

Wir erwarten für 2008 und 2009 eine Zunahme des weltweiten Bruttoinlandsprodukts von jeweils 4 Prozent (Tabelle 6). Dabei wird der Produktionsanstieg in den Industrieländern 2 Prozent betragen, nach 1,9 Prozent im laufenden Jahr (Tabelle 7) und damit spürbar niedriger sein als im mittelfristigen Trend (2,6 Prozent). In den Schwellenländern schwächt sich die Produktionszunahme zwar ebenfalls ab. Sie bleibt im historischen Vergleich aber relativ

hoch. Der Welthandel dürfte im laufenden Jahr nur noch mit einer Rate von 4,5 Prozent expandieren, nach rund 5,3 Prozent 2007 und 9,2 Prozent im Jahr 2006. Für das kommende Jahr erwarten wir nur eine geringfügig stärkere Ausweitung. Die Verbraucherpreisinflation, die 2008 vor allem infolge der höheren Nahrungsmittelpreise weltweit merklich zunimmt, dürfte sich im kommenden Jahr wieder zurückbilden, sofern sich unsere Annahme einer Stabilisierung bei den Rohstoffpreisen als zutreffend erweist.

Tabelle 6:
Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2006–2009

	Gewicht ^a	Bruttoinlandsprodukt ^b				Verbraucherpreise ^b			
		2006	2007	2008 ^c	2009 ^c	2006	2007	2008 ^c	2009 ^c
Weltwirtschaft	100	5,0	4,8	4,0	4,0	3,9	4,0	4,5	3,8
darunter:									
Industrieländer	55,1	2,9	2,5	1,9	2,0	2,2	2,2	2,6	2,1
China	10,9	10,7	11,4	10,2	9,6	1,9	4,8	5,0	4,5
Ostasien ^d	6,8	5,5	5,4	4,6	4,8	4,7	3,0	3,6	2,8
Lateinamerika	7,4	5,4	5,5	4,5	4,3	5,3	5,3	6,3	5,5
Indien	4,6	9,2	8,9	7,9	7,6	6,1	6,0	6,2	5,5
Russland	3,2	7,4	8,1	6,8	6,5	10,5	9,0	11,0	9,5
<i>Nachrichtlich:</i> Welthandelsvolumen		9,2	5,3	4,5	5,5

^aGewichtet gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2006 nach Kaufkraftparität. — ^bVeränderungen gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cPrognose. — ^dOhne China und Japan.

Quelle: IMF (2008); OECD (2008); eigene Berechnungen und Prognosen.

Tabelle 7:
Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Industrieländern 2007, 2008 und 2009

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

^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 2006. — ^ePrognose.

Quelle: Eurostat (2008); OECD (2008); Statistics Canada (2008a, 2008b); eigene Berechnungen und Prognosen.

Vereinigte Staaten am Rande der Rezession

Die konjunkturellen Aussichten für die Vereinigten Staaten sind weiterhin durch die Krise am Immobilienmarkt und die daraus resultierenden Verwerfungen an den Finanzmärkten belastet. Während sich das Volumen notleidender Kredite weiter erhöht hat, haben sich die Kreditbedingungen sowohl für die privaten Haushalte als auch für Unternehmen deutlich verschärft. Dies dürfte dazu beitragen, dass die konjunkturelle Abschwächung auch außerhalb des Immobiliensektors zunehmend sichtbar wird. Zudem ist eine baldige Erholung der privaten Wohnungsbauinvestitionen nicht in Sicht. Baugenehmigungen und Baubeginne sind weiter deutlich abwärts gerichtet. Auch stehen die Immobilienpreise nach wie vor unter Druck, da sich die Zahl der zum Verkauf stehenden Häuser beständig erhöht, während sich die Nachfrage aufgrund der erschwerten Finanzierungsbedingungen vermindert.

Vieles spricht dafür, dass sich der Markt für Wohnimmobilien in den Vereinigten Staaten derzeit in der Deflationsphase einer Spekulationsblase befindet, so dass mit weiteren deutlichen Preisrückgängen am Immobilienmarkt zu rechnen ist. Zusätzlicher Druck auf die Immobilienpreise dürfte durch die Erwartungen einiger Akteure entstehen, die auf weiter fallende Preise setzen. Sind die Preise erst einmal im Sinken begriffen, droht sich eine negative Preisspirale in Gang zu setzen, da Immobilien in den Vereinigten Staaten in einem weit größerem Ausmaß durch Hypothekenkredite belastet sind, als dies beispielsweise in Deutschland üblich ist, und sich Hausbesitzer dazu entschließen könnten, ihren Kredit nicht mehr zu bedienen, wenn die Restschuld den Wert der Immobilie deutlich übersteigt (Feldstein 2008). Dadurch würde sich das Angebot am Immobilienmarkt zusätzlich erhöhen und die Preise würden weiter sinken.

In der Vergangenheit sind massive Preisrückgänge auf den Immobilienmärkten häufig mit einer gesamtwirtschaftlichen Rezession einher gegangen. Um die Aussichten für den weiteren Prognosezeitraum besser beurteilen zu können, haben wir 23 Boom-Bust-Zyklen an

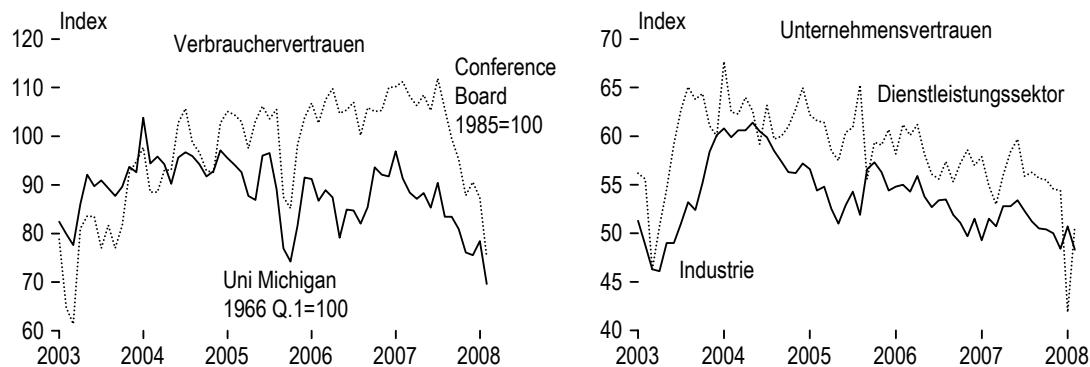
den Immobilienmärkten von 15 Ländern untersucht und mit der gegenwärtigen Entwicklung in den Vereinigten Staaten verglichen.⁶ Während sich eine Reihe von Variablen, insbesondere der Wohnungsbau und der private Konsum in den Vereinigten Staaten zunächst ähnlich entwickelt haben wie im Durchschnitt der zum Vergleich herangezogenen Episoden, nahmen insbesondere die Unternehmensinvestitionen und die gesamtwirtschaftliche Produktion im Sommerhalbjahr 2007 merklich stärker zu, als es nach dem durchschnittlichen historischen Muster zu erwarten gewesen wäre. Ein wichtiger Grund hierfür dürfte das vergleichsweise niedrige Realzinsniveau gewesen sein, das stimulierend wirkte. Dieses wiederum ist vermutlich Ausdruck der Tatsache, dass der Boom am Wohnungsmarkt in den Vereinigten Staaten nicht mit einer ausgeprägten Hochkonjunktur in den übrigen Wirtschaftsbereichen einherging, so dass die Verbraucherpreisinflation moderat ausfiel und eine ausgeprägte geldpolitische Bremsung nicht erforderlich war. Zudem dürfte die vergleichsweise stabile Entwicklung am Wertpapiermarkt dafür gesorgt haben, dass Vermögenseffekte aufgrund der Wertverluste am Immobilienmarkt den privaten Konsum weniger stark gedämpft haben als dies in früheren Krisen der Fall war. Auf der Basis dieser Analyse erwarten wir zwar ein Anhalten der aktuellen konjunkturellen Schwächeperiode in den kommenden Quartalen, nicht aber einen erheblichen Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion. Zu diesem Ergebnis kommt auch eine Analyse auf Basis eines vektorautoregressiven Modells, das explizit die Entwicklung am Immobilienmarkt mit einbezieht.

Die Indikatoren für das laufende Quartal deuten bislang ebenfalls noch nicht auf eine rezessive Entwicklung hin. Zwar hat sich die Stimmung bei Konsumenten und Unternehmen zuletzt nochmals stark verschlechtert (Abbildung 27). Dies signalisiert für sich genommen, dass sich die Konjunktur in den Vereinigten Staaten in den kommenden Monaten weiter ab-

⁶ Für eine ausführliche Beschreibung der Methodik und der Ergebnisse vgl. Dovern und Jannsen (2008).

Abkühlung der Weltkonjunktur

Abbildung 27:
Stimmungsindikatoren in den Vereinigten Staaten 2003–2008

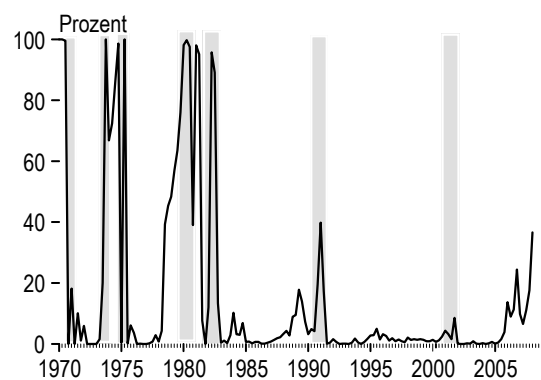


Quelle: University of Michigan (2008); Institute of Supply Management (2008); Conference Board (2008).

kühlt. Unser Rezessionsindikator, der unter anderem auf den Konsumentenerwartungen gemäß der University of Michigan basiert, beziffert die Wahrscheinlichkeit, dass es in den kommenden vier Quartalen zu einer Rezession gemäß NBER-Definition kommt, mittlerweile auf fast 40 Prozent (Abbildung 28); im Dezember lag diese Wahrscheinlichkeit noch bei rund 27 Prozent.⁷ Allerdings sprechen die bislang verfügbaren „harten“ Indikatoren, etwa Einzelhandelsumsätze, Verbrauchsausgaben, Auftragseingänge in der Industrie sowie Industrieproduktion derzeit eher dafür, dass das reale Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal nochmals leicht zugenommen hat.

Konjunktur stützend wirken auch die starke Lockerung der Geldpolitik und das Konjunkturpaket der Regierung, das die Nachfrage ab dem Frühjahr um etwa einen halben Prozentpunkt anheben dürfte. Untersuchungen über die Wirkung der Steuernachlässe des Jahres 2001 auf den Konsum kommen zu unterschiedlichen Ergebnissen. Befragungen von Konsumenten ergeben, dass etwa zwischen 25 Prozent⁸ und 60 Prozent⁹ innerhalb von zwei Quartalen für den Konsum aufgewendet wurden. Die Analyse von Kreditkartenumsätzen deutet auf einen Wert

Abbildung 28:
Rezessionswahrscheinlichkeit in den Vereinigten Staaten 1970–2005



Quelle: Eigene Berechnungen.

von 40 Prozent hin.¹⁰ Für unsere Prognose unterstellen wir, dass das Konjunkturpaket insbesondere im zweiten und dritten Quartale positiv auf den Konsum wirken dürfte. Dennoch dürfte der private Konsum im Verlauf dieses Jahres nur sehr schwach zunehmen. Neben einer deutlichen Verlangsamung des Anstiegs der real verfügbaren Einkommen spielen dabei die negativen Vermögenseffekte des Hauspreisverfalls eine Rolle und die Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen, die einen merklichen Anstieg der Sparquote zur Folge haben dürften. Die Expansion bei den Unternehmensinvestitionen wird angesichts verschlechterter Absatz- und Ertragsprognosen erheblich nachlassen.

⁷ Für eine Darstellung des Ansatzes siehe Dovern et al. (2007a: Kasten 1).

⁸ Vgl. Shapiro und Slemrod (2003).

⁹ Vgl. Johnson, Parker und Souleles (2006).

¹⁰ Vgl. Agarwal, Liu und Souleles (2007).

Dank der niedrigen Kapitalmarktzinsen und einer insgesamt guten finanziellen Verfassung des Unternehmenssektors dürften die Investitionen der Unternehmen jedoch im Verlauf dieses Jahres allenfalls leicht zurückgehen und sich im kommenden Jahr wieder langsam beschleunigen. Gleichzeitig wird sich die Aktivität im Wohnungsbau angesichts des bereits sehr niedrigen Niveaus wohl allmählich stabilisieren. Stützend wirkt darüber hinaus die wechselkursbedingte Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit gegenüber dem Ausland; der reale Außenbeitrag dürfte auch im laufenden Jahr zunehmen (Tabelle 8). Insgesamt wird das reale Bruttoinlandsprodukt im Verlauf dieses Jahres wohl nur noch um 1,2 Prozent zulegen; im Jahresdurchschnitt ergibt sich ein Anstieg um 1,6 Prozent. Für das Jahr 2009 erwarten wir eine leichte Belebung der amerikanischen Wirtschaft. Aufgrund des etwas niedrigeren Überhangs im Vergleich zum Jahr 2008 und wegen des Abklingens der expansiven Effekte des Konjunkturprogramms wird die Produktion jedoch

lediglich um 2,0 Prozent zulegen. Die Arbeitslosigkeit dürfte bei diesem Konjunkturverlauf auf knapp 6 Prozent steigen. Der Verbraucherpreisanstieg wird sich im kommenden Jahr wieder beruhigen.

Geringere Impulse für die japanische Wirtschaft

Die Rahmenbedingungen für die Konjunktur in Japan haben sich in den vergangenen Monaten weiter verschlechtert. Die sich abzeichnende Abschwächung der Nachfrage im Ausland dürfte zusammen mit den Effekten der Aufwertung des Yen die Expansion der Exporte dämpfen. Nachdem die Ausfuhr in die Vereinigten Staaten bereits im Verlauf des Jahres 2007 rückläufig gewesen waren und zuletzt die Ausfuhr in die Europäische Union zur Schwäche neigte, dürften im kommenden Jahr auch die Lieferungen in den asiatischen Raum, die bislang noch sehr kräftig expandieren, merklich an Fahrt verlieren. Damit werden sich die Impulse von dieser Seite im Prognosezeitraum spürbar abschwächen. Insbesondere die Aussichten für die Industrieproduktion, die den Konjunkturzyklus in Japan prägt, haben sich deutlich eingetrübt; die umfragegestützte Prognose des Wirtschaftsministeriums signalisiert einen Rückgang im ersten Quartal. Die Binnen- nachfrage dürfte allenfalls moderat expandieren. Nach wie vor steigen die verfügbaren Einkommen nur schwach; real hat sich der Zuwachs in den vergangenen Monaten infolge der steigenden Preisen für Energie und Nahrungsmittel sogar noch vermindert. So dürfte der private Konsum im weiteren Verlauf dieses Jahres nur wenig zulegen. Auch für die Unternehmensinvestitionen erwarten wir angesichts verminderter Absatzerwartungen und eines zunehmenden Drucks auf die Erträge eine geringere Dynamik; im Jahresdurchschnitt dürften sie lediglich um 1 Prozent zunehmen, nach 2,7 Prozent im vergangenen Jahr (Tabelle 9). Stützend wirkt hingegen, dass sich die Wohnungsbauinvestitionen wohl allmählich von dem Einbruch erholen werden, zu dem es nach einer Verschärfung der Bauvorschriften 2007 gekom-

Tabelle 8:
Eckdaten zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2006–2009

	2006	2007	2008 ^a	2009 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	2,9	2,2	1,6	2,0
Inlandsnachfrage ^d	2,8	1,5	0,8	1,6
Privater Verbrauch	3,1	2,9	1,3	1,2
Staatsnachfrage	1,8	2,0	2,4	2,1
Anlageinvestitionen	2,4	-2,9	-2,3	1,8
Ausrüstungen und				
Software	5,9	1,3	-0,1	2,3
Gewerbliche Bauten	8,4	13,1	10,0	3,8
Wohnungsbau	-4,6	-17,0	-15,7	-1,1
Lagerinvestitionen ^c	0,0	-0,3	-0,3	0,2
Außenbeitrag ^c	-0,1	0,6	0,7	0,3
Exporte	8,4	8,0	7,7	6,7
Importe	5,9	1,9	1,4	3,1
Verbraucherpreise	3,2	2,9	3,4	2,4
Arbeitslosenquote ^d	4,6	4,6	5,5	5,6
Leistungsbilanzsaldo ^e	-6,2	-5,6	-5,5	-5,4
Budgetsaldo des Bundes ^e	-1,9	-1,2	-3,1	-2,7

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

Quelle: US Department of Commerce (2008); US Department of Labor (2008a, 2008b); US Department of the Treasury (2008); eigene Berechnungen und Prognosen.

Abkühlung der Weltkonjunktur

Tabelle 9:
Eckdaten zur Konjunktur in Japan 2006–2009

	2006	2007	2008 ^a	2009 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	2,4	2,1	1,4	1,7
Inlandsnachfrage ^b	1,6	1,0	0,6	1,3
Privater Verbrauch	2,0	1,4	0,9	1,2
Staatsverbrauch	-0,4	0,8	1,5	1,2
Anlageinvestitionen	1,5	0,0	-0,6	1,8
Unternehmensinvestitionen	4,3	2,7	1,0	2,5
Wohnungsbau	0,9	-9,5	-4,4	1,5
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	0,6	0,3
Arbeitslosenquote ^d	4,1	3,9	4,0	3,8
Leistungsbilanzsaldo ^e	3,9	5,0	5,2	5,0
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo ^e	-2,4	-3,2	-3,0	-2,8

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

Quelle: Cabinet Office (2008); OECD (2007, 2008); eigene Berechnungen und Prognosen.

men war. Die Baubeginne zogen bereits gegen Ende des vergangenen Jahres wieder an, wenngleich sie immer noch rund ein Drittel niedriger waren als ein Jahr zuvor. Auch werden die öffentlichen Investitionen wohl nicht mehr so rasch verringert wie noch im vergangenen Jahr. Alles in allem erwarten wir eine Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts in Japan um 1,4 Prozent, nach 2,1 Prozent im vergangenen Jahr. Für das Jahr 2009 erwarten wir eine etwas stärkere Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion, vor allem als Folge einer wieder größeren Investitionsdynamik. Mit Abklingen der Effekte des jüngsten Anstiegs der Rohstoffpreise wird sich die Verbraucherpreisinflation wieder verringern; eine spürbare interne Inflationsdynamik ist nach wie vor nicht in Sicht. Die Arbeitslosigkeit ändert sich voraussichtlich wenig.

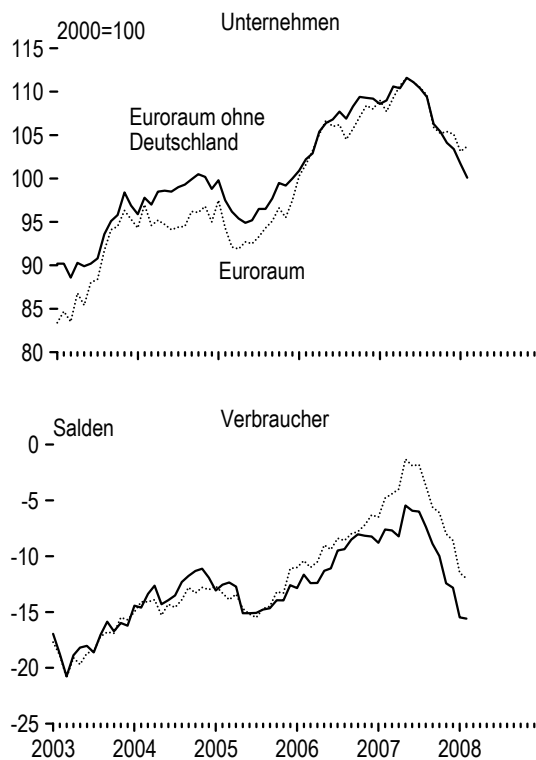
Nachlassende Expansion im Euroraum

Die konjunkturellen Aussichten für den Euroraum haben sich in den vergangenen Monaten nochmals eingetrübt. Geschäftsklima und Konsumentenvertrauen sind seit Mitte des vergangenen Jahres deutlich gesunken (Abbildung 29). Allerdings deuten die Stimmungsindikatoren nach wie vor nicht auf einen konjunkturellen Einbruch hin. Ihr Niveau ist immer noch hoch; das Geschäftsklima hat sich zuletzt zudem stabilisiert. Auch der EUROFRAME-Indikator zeigt an, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion in der ersten Jahreshälfte weiter spürbar steigt (Abbildung 30). Der Anstieg der Auftragseingänge in der Industrie hat sich zwar verlangsamt, ist in der Grundtendenz aber nach wie vor aufwärts gerichtet.

Wir rechnen für den Jahresbeginn mit einer etwas stärkeren Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts als im vierten Quartal. Für den Verlauf des Jahres ist aber mit einer erneuten Verlangsamung des konjunkturellen Fahrttempo zu rechnen. Zum einen haben sich die Perspektiven für die Exporte infolge der Aufwertung des Euro und der schwächeren Auslandskonjunktur eingetrübt, zum anderen dürfte sich die Expansion der Binnennachfrage angesichts der verschlechterten monetären Rahmenbedingungen verringern. Letzteres gilt vor allem für den Euroraum ohne Deutschland; hier besteht das Risiko, dass es zu einer deutlichen Korrektur der zuvor sehr lebhaften Aktivität im Wohnungsbau kommt. In den Ländern, in denen der Boom am Markt für Wohnimmobilien am ausgeprägtesten war – in Irland und in Spanien – ist dieser Prozess offenbar bereits im Gange. Die Wohnungsbaubeginne sind hier deutlich rückläufig, der Preisanstieg hat sich stark verlangsamt (Spanien) oder die Preise befinden sich bereits im Fall (Irland). Die Entwicklung im Wohnungsbau hat dazu beigetragen, dass sich die Beschäftigungsdynamik – eine wichtige Triebkraft des Aufschwungs der vergangenen Jahre – im Verlauf des Jahres 2007 merklich verlangsamt hat.

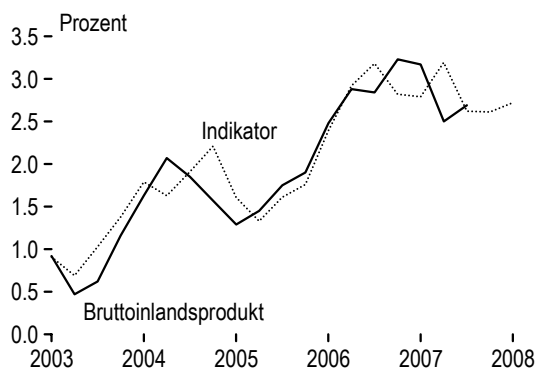
Abkühlung der Weltkonjunktur

Abbildung 29:
Stimmungsindikatoren im Euroraum 2003–2008



Quelle: Europäische Kommission (2008); eigene Berechnungen.

Abbildung 30:
EUROFRAME-Indikator und reales Bruttoinlandsprodukt in Euroland 2003–2008^{a,b}



^aReal. — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Eurostat (2008); EUROFRAME (2008).

Bei einem nur leicht verstärkten Lohnanstieg außerhalb Deutschlands wird die Entwicklung der Realeinkommen durch den verstärkten Preisauftrieb im laufenden Jahr zusätzlich gedämpft.

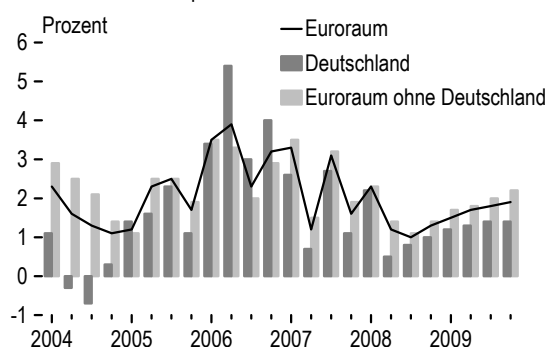
Damit dürfte der private Konsum im Prognosezeitraum an Schwung verlieren, zumal die anregenden Wirkungen, die in der Vergangenheit von den positiven Vermögenseffekten steigender Hauspreise ausgingen, mit Nachlassen der Immobilienpreisinflation abebben werden; in den Ländern, in denen die Hauspreise fallen, wird der Konsum sogar spürbar gedämpft.¹¹ Wir erwarten, dass es außer in Spanien und Irland nicht zu einem deutlichen Rückgang im Wohnungsbau kommt, sondern nur zu einer schwächeren Expansion. Auch halten wir einen Einbruch der Immobilienpreise in anderen Ländern nicht für sehr wahrscheinlich. Dort dürfte dann die konjunkturelle Verlangsamung vergleichsweise moderat ausfallen. Stützend für die Konjunktur im übrigen Euroraum wirkt die robuste Inlandsnachfrage, die wir infolge einer fortgesetzt kräftigen Beschäftigungsexpansion im laufenden Jahr für Deutschland erwarten (Boss et al. 2008). Damit ebnen sich die Unterschiede, die in den vergangenen Jahren in der Dynamik der Binnennachfrage zwischen Deutschland und dem übrigen Euroraum bestanden, zunehmend ein. Hier wie dort steigt sie im laufenden Jahr um rund 2 Prozent. Die Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts wird sich im Euroraum insgesamt voraussichtlich auf 2,0 Prozent belaufen; im Euroraum ohne Deutschland liegt sie geringfügig darüber.

Im kommenden Jahr dürfte sich dann wohl wieder ein größeres Gefälle zwischen Deutschland dem übrigen Euroraum ergeben (Abbildung 31). Die Konjunktur in Deutschland belebt sich im Verlauf des Jahres relativ wenig, vor allem weil die Beschäftigung aufgrund höherer Lohnzuwächse nur noch schwach steigt und sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit innerhalb des Euro-Währungsraumes kaum noch verbessert. Allerdings bleibt die Erholung auch im übrigen Euroraum moderat, und die Zuwachsrate des realen Bruttoinlandsprodukts fällt trotz der Beschleunigung im Jahresverlauf im Jahresdurchschnitt auch hier mit 1,6 Prozent

¹¹ Für eine makroökonomische Abschätzung der Wirkung fallender Immobilienpreise in verschiedenen Ländern vgl. Dovern et al. (2007c: 38–39).

Abkühlung der Weltkonjunktur

Abbildung 31:
Reales Bruttoinlandsprodukt 2004–2009^a



^aArbeitstägig- und saisonbereinigt. — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — ^cAuf Jahresrate hochgerechnet. — ^dAb 2008 I: Prognose.

Quelle: Eurostat (2008); eigene Berechnungen und Prognosen.

Tabelle 10:
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2006–2009

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

^aPrognose. — ^bReal, Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — ^cPrivater Sektor. — ^dVeränderung in Prozent des realen Bruttoinlandsproduktes des Vorjahres. — ^eHarmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI); Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — ^fIn Prozent der Erwerbspersonen. — ^gIn Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Eurostat (2008); eigene Berechnungen und Prognosen.

im Jahr 2009 niedriger als als 2008. Im Euroraum insgesamt beläuft sie sich nächstes Jahr voraussichtlich auf 1,5 Prozent (Tabelle 10). Die Verbraucherpreise steigen im kommenden Jahr wieder langsamer, wenngleich die Marke von 2 Prozent wohl abermals überschritten werden dürfte. Die Arbeitslosigkeit geht im Prognosezeitraum nur noch wenig zurück.

Konjunktur in der übrigen EU schwächt sich etwas ab

In den EU-Ländern außerhalb des Euroraums war die Konjunktur bis zuletzt dynamisch. Für dieses und das nächste Jahr erwarten wir allerdings eine merkliche Verlangsamung des Produktionsanstiegs in dieser Ländergruppe. Eine deutliche Abschwächung des Produktionsanstiegs erwarten wir für das Vereinigte Königreich, das von den internationalen Finanzproblemen aufgrund der Funktion Londons als Weltfinanzzentrum besonders betroffen ist. Vor allem der private Konsum, der im vergangenen Jahr wieder ein Hauptpfeiler der Konjunktur war, dürfte an Dynamik verlieren (Tabelle 11). Die Ausweitung der Investitionen wird sich ebenfalls merklich vermindern, vor allem weil sich die Absatz- und Ertragserwartungen verschlechtern. Das reale Bruttoinlandsprodukt expandiert im Jahr 2008 voraussichtlich um 1,6 Prozent. Im kommenden Jahr dürfte sich die Konjunktur wieder beleben.

Tabelle 11:
Eckdaten zur Konjunktur im Vereinigten Königreich 2006–2009

	2006	2007	2008 ^a	2009 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	2,9	3,1	1,6	2,4
Inlandsnachfrage	2,9	3,6	1,6	2,3
Privater Verbrauch	1,9	3,1	1,6	2,0
Staatsverbrauch	1,9	1,7	1,4	1,9
Anlageinvestitionen	7,9	5,0	2,0	4,1
Lagerinvestitionen ^c	-0,2	0,4	-0,1	0,0
Außenbeitrag ^c	0,0	-0,6	0,0	0,0
Exporte	11,0	-5,4	2,5	4,4
Importe	10,0	-3,2	2,3	3,9
Verbraucherpreise ^d	2,0	2,3	2,1	2,0
Arbeitslosenquote ^e	4,8	5,5	5,7	5,6
Leistungsbilanzsaldo ^f	-3,1	-2,9	-3,1	-3,5
Budgetsaldo ^f	-3,2	-2,9	-3,4	-2,7

^aPrognose. — ^bReal; Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. — ^cVeränderung in Prozent des realen Bruttoinlandsproduktes des Vorjahres. — ^dHarmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — ^eIn Prozent der Erwerbspersonen. — ^fIn Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Office for National Statistics (2008); eigene Prognosen.

Abkühlung der Weltkonjunktur

Tabelle 12:

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

	Gewicht ^a	Bruttoinlandsprodukt ^b			Verbraucherpreise ^{b,c}			Arbeitslosenquote ^d		
		2007	2008 ^e	2009 ^e	2007	2008 ^e	2009 ^e	2007	2008 ^e	2009 ^e
Deutschland	20,0	2,5	1,9	1,2	2,3	2,4	2,0	8,3	7,1	6,9
Frankreich	15,4	1,9	1,8	1,4	1,6	2,4	2,0	8,3	7,8	7,6
Italien	12,7	1,5	1,0	1,0	2,2	2,5	2,1	6,0	6,2	6,0
Spanien	8,4	3,8	2,5	1,8	2,8	3,2	2,8	8,3	8,7	9,0
Niederlande	4,6	3,5	2,7	2,0	1,6	2,2	2,4	3,2	2,9	2,8
Belgien	2,7	2,7	1,8	1,5	1,8	2,7	2,0	7,5	7,2	7,0
Griechenland	2,2	4,1	3,6	3,3	3,3	3,5	3,2	8,5	8,0	7,8
Österreich	1,8	3,3	2,5	1,9	2,2	2,9	2,0	4,4	4,1	4,0
Irland	1,5	4,9	3,3	3,8	2,9	3,4	2,4	4,5	4,8	5,0
Finnland	1,4	4,4	3,4	2,7	1,6	2,7	2,2	6,9	6,3	6,0
Portugal	1,3	1,8	1,6	1,8	2,4	2,6	2,3	8,0	8,1	7,8
Luxemburg	0,3	5,2	3,5	4,0	2,7	3,0	2,8	4,7	4,8	4,6
Slowenien	0,3	6,0	4,5	4,5	3,8	5,2	4,1	4,7	4,1	4,8
Zypern	0,1	4,4	3,5	4,0	2,2	2,3	2,1	3,9	3,6	3,4
Malta	0,0	3,1	4,5	4,5	0,7	2,0	2,0	6,3	5,6	5,3
Vereinigtes Königreich	16,4	3,1	1,6	2,4	2,3	2,1	2,0	5,5	5,7	5,6
Schweden	2,7	2,6	2,6	2,4	1,7	2,3	2,5	6,1	5,5	5,3
Polen	2,3	6,5	7,0	5,8	2,6	3,3	3,0	9,6	7,5	6,8
Dänemark	1,9	1,8	1,4	1,2	1,7	2,4	2,3	3,7	3,5	3,5
Tschechien	1,0	6,1	5,0	4,6	3,0	4,0	3,0	5,3	4,5	4,2
Ungarn	0,8	1,4	3,0	4,0	7,6	4,2	3,5	7,6	7,4	7,0
Rumänien	0,8	6,0	6,2	5,0	4,9	5,5	5,5	7,1	6,6	6,3
Slowakei	0,4	8,7	7,5	6,5	1,9	3,0	2,8	11,3	9,5	9,0
Litauen	0,2	8,8	5,5	5,0	5,8	6,8	6,5	4,3	4,5	4,8
Bulgarien	0,2	6,3	4,2	4,0	7,6	9,6	7,0	6,9	5,5	5,5
Lettland	0,2	10,5	5,0	4,0	10,1	11,0	8,0	5,9	6,0	6,0
Estland	0,1	7,8	5,0	4,0	6,7	7,0	5,5	4,9	5,3	5,5
Europäische Union	100,0	3,0	2,3	2,0	2,3	2,6	2,3	6,9	6,6	6,4
Nachrichtlich:										
Europäische Union 15	91,5	2,8	2,1	1,8	2,2	2,5	2,2	7,5	7,2	7,0
Beitrittsländer ^f	5,5	7,1	6,8	6,0	4,9	5,3	4,5	3,6	3,1	2,9
Euroraum	72,8	2,6	2,0	1,5	2,2	2,6	2,2	7,3	6,9	6,8
Euroraum ohne Deutschland	52,9	2,6	2,0	1,7	2,1	2,7	2,3	6,9	6,8	6,7

^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 2006. — ^ePrognose. — ^fSeit 2004.

Quelle: Eurostat (2008); OECD (2008); eigene Berechnungen und Prognosen.

In den großen Beitrittsländern der EU dürfte der Produktionsanstieg auch im Prognosezeitraum kräftig bleiben; die konsolidierungsbedingte Schwächeperiode in Ungarn wird wohl allmählich überwunden werden (Tabelle 12). Insgesamt setzt sich der dynamische Aufholprozess der mitteleuropäischen Volkswirtschaften fort, der mit einer kräftigen Ausweitung der Industrieproduktion einher geht und nicht zuletzt durch Direktinvestitionen gespeist wird. Trotz kräftig steigender Löhne sind die

Länder nach wie vor als Produktionsstandort attraktiv; dank der schnell steigenden Einkommen gewinnen sie auch als Absatzmarkt zunehmend an Bedeutung. Die Abschwächung der Konjunktur in den übrigen Ländern der Europäischen Union dämpft zwar die Expansion der Exporte, doch bleiben die Zuwachsraten der gesamtwirtschaftlichen Produktion hoch. Deutlich verschlechtert haben sich die konjunkturellen Perspektiven hingegen für die baltischen Länder, und auch in Bulgarien scheint die wirt-

schaftliche Expansion vergleichsweise deutlich an Fahrt zu verlieren. In diesen Ländern haben hohe Inflationsraten zu einer beträchtlichen Erosion der preislichen Wettbewerbsfähigkeit geführt mit der Folge ausufernder Leistungsbilanzdefizite. Die mittelfristig erforderliche Korrektur hat offenbar eingesetzt; wir rechnen für den Prognosezeitraum mit im Vergleich zu den vergangenen Jahren erheblich niedrigeren Zuwachsraten der gesamtwirtschaftlichen Produktion.

Wirtschaftliche Expansion in den Schwellenländern bleibt kräftig

Für *China* rechnen wir mit einer allmählichen Verlangsamung des hohen Expansionstempos in den Jahren 2008 und 2009. Dämpfend wirkt vor allem eine schwächere Zunahme der Exporte aufgrund des langsameren Anstiegs der Nachfrage im Ausland. Ein Konjunkturereinbruch ist jedoch nicht zu Gleichwohl erscheint die zugrunde liegende Wachstumsdynamik ungebrochen und die Zuwachsraten der Produktion werden mit reichlich 10 Prozent voraussichtlich hoch bleiben (Tabelle 13). Im Jahr 2008 wirkt zudem die Ausrichtung der Olympischen Sommerspiele anregend, die zu zusätzlichen Tourismuseinnahmen führen werden und mit Infrastrukturprojekten verbunden sind, deren Vollendung die Investitionstätigkeit insbesondere in der ersten Jahreshälfte 2008 anregt. Ein Ende der seit Jahren sehr hohen Investitionsdynamik ist jedoch auch für das Jahr 2009 nicht zu erwarten. Der private Konsum wird aufgrund kaum vermindert zunehmender realer Haushaltseinkommen ebenfalls weiter rasch ausgeweitet. Wir erwarten, dass sich der Preisauftrieb im Verlauf dieses Jahres wieder abschwächt, wozu vor allem ein allmähliches Abklingen des Schubs bei den Nahrungsmittelpreisen und die durch die Regierung angekündigten Preiskontrollen beitragen werden. Auch die straffere Geldpolitik und eine weitere Aufwertung des Renminbi dürften inflationsdämpfend wirken. Allerdings wird der Verbraucher-

preisanstieg im gesamten Prognosezeitraum deutlich höher bleiben als in den vergangenen Jahren; im Jahresdurchschnitt dürfte die Inflationsrate in diesem Jahr 5,0 Prozent betragen und im kommenden Jahr 4,5 Prozent.

In *Indien* dürfte sich die Konjunktur im laufenden Jahr etwas abkühlen, der private Konsum und die Investitionen haben offenbar bereits merklich an Schwung verloren. Im Laufe des Jahres dürfte die Zentralbank nach zweieinhalb Jahren monetärer Straffung ihre Zinsen wieder senken. Dem steht zwar zurzeit ein verstärkter Preisauftrieb entgegen. Dieser ist jedoch hauptsächlich durch höhere Energie- und Nahrungsmittelpreise verursacht und dürfte die Zentralbank nicht auf Dauer davon abhalten, der konjunkturellen Verlangsamung entgegen zu treten. Die Abschwächung des globalen Produktionsanstiegs wird die wirtschaftliche Dynamik in Indien weniger treffen als die übrigen Länder der Region, da das Land mit einer Exportquote von reichlich 20 Prozent nach wie vor eine der vom Außenhandel am unabhängigsten Volkswirtschaften Asiens ist. Für das Jahr 2008 und 2009 prognostizieren wir einen Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts von 7,9 bzw. 7,6 Prozent. Die Inflationsrate dürfte mit einer Rate von 6,2 Prozent 2008 ähnlich hoch sein wie in den Vorjahren; im Jahr 2009 dürfte sie etwas moderater ausfallen.

Die wirtschaftliche Entwicklung im *übrigen ostasiatischen Raum* war in den vergangenen Jahren geprägt von einem starken Wachstum des intraregionalen Handels, das maßgeblich durch die zunehmende Verflechtung mit China bedingt ist. Die Dynamik der chinesischen Wirtschaft bleibt im Prognosezeitraum trotz der leichten Abschwächung ein Motor der Konjunktur auch in den übrigen ostasiatischen Schwellenländern. Zudem nimmt die Binnen- nachfrage in den meisten Ländern kräftig zu. Daher erwarten wir trotz der Belastungen durch gestiegene Rohstoffpreise und eine merklich verlangsamte Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion in den Industrieländern für diese Ländergruppe insgesamt zwar eine etwas verlangsamte, jedoch weiterhin kräftige wirt-

Abkühlung der Weltkonjunktur

Tabelle 13:

Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in ausgewählten Schwellenländern und jungen Industrieländern 2006–2008

	Gewicht ^a	Bruttoinlandsprodukt ^b				Verbraucherpreise ^b			
		2006	2007	2008 ^c	2009 ^c	2006	2007	2008 ^c	2009 ^c
Südkorea	5,7	5,0	4,5	4,4	4,2	2,5	2,3	2,9	2,3
Indonesien	4,0	5,5	6,2	5,0	5,7	13,2	6,4	6,4	5,6
Taiwan	3,2	4,9	4,6	4,2	4,0	0,6	1,8	1,9	1,0
Thailand	2,4	5,1	4,6	4,5	4,6	4,6	2,2	3,3	2,1
Philippinen	1,4	5,4	7,3	4,6	5,4	6,2	2,8	4,3	3,3
Malaysia	1,6	5,9	6,1	4,6	5,6	3,6	2,1	2,8	2,3
Hongkong	1,4	7,0	6,4	4,8	5,6	2,0	2,0	3,8	3,3
Singapur	1,0	7,9	7,5	4,5	4,7	1,0	2,1	3,1	1,2
Insgesamt ^d	20,7	5,5	5,4	4,6	4,8	4,7	3,0	3,6	2,8
China	33,1	10,7	11,4	10,2	9,6	1,9	4,8	5,0	4,5
Indien	14,0	9,2	8,9	7,9	7,6	6,1	6,0	6,2	5,5
Asien insgesamt ^d	67,7	8,8	9,1	8,0	7,7	3,6	4,5	4,8	4,2
Brasilien	8,6	3,7	5,2	4,8	4,5	4,2	3,5	4,5	4,0
Mexiko	6,3	4,8	3,2	2,7	3,0	3,6	4,0	4,1	3,6
Argentinien	2,4	8,5	8,5	6,1	5,5	10,9	8,8	11,4	10,3
Kolumbien	1,5	6,8	6,8	5,5	5,0	4,5	4,5	4,9	4,0
Chile	1,1	4,0	5,1	5,0	5,2	3,4	4,4	5,8	3,1
Peru	1,0	7,6	9,0	6,8	6,0	2,0	1,8	2,5	2,2
Venezuela	1,6	10,3	8,4	4,5	3,8	13,7	18,7	21,2	18,5
Lateinamerika insgesamt ^d	22,6	5,4	5,5	4,5	4,3	5,3	5,3	6,3	5,5
Russland	9,7	7,4	8,1	6,8	6,5	10,5	9,0	11,0	9,5
Insgesamt ^d	100,0	7,9	8,2	7,1	6,8	4,7	5,1	5,8	5,0

^aGemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2006 nach Kaufkraftparitäten (Prozent). — ^bVeränderungen gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cPrognose. — ^dAufgeführte Länder.

Quelle: IMF (2008); OECD (2007); nationale Statistiken; eigene Berechnungen und Prognosen.

schaftliche Expansion mit Zuwachsraten für das reale Bruttoinlandsprodukt von 4,6 Prozent in diesem bzw. 4,8 Prozent im nächsten Jahr. Die Inflationsraten dürften unter der Annahme konstanter Ölpreise im Prognosezeitraum leicht zurückgehen.

In Lateinamerika wird sich das Expansions-tempo im Prognosezeitraum ebenfalls leicht abschwächen. Insbesondere in Mexiko spielt dabei die schwache Nachfrage aus den Vereinigten Staaten eine Rolle. In anderen Ländern – etwa in Argentinien und in Venezuela – sind vor allem binnenwirtschaftliche Entwicklungen für eine etwas verlangsamte Produktionsausweitung verantwortlich; die starke Expansion der vergangenen Jahre hat zu einer beträchtlichen

Verstärkung des Preisauftriebs geführt und erfordert eine Dämpfung der Inlandsnachfrage. Insgesamt bleibt die Konjunktur in Lateinamerika jedoch kräftig. Die meisten Länder profitieren als Nettoexporteure von den hohen Rohstoffpreisen. Der starke Anstieg der Exporterlöse erlaubte es, die Auslandsverschuldung erheblich zu reduzieren und die Exporterlöse drastisch aufzustocken. Auch haben Struktur-reformen und eine stabilitätsorientierte Makropolitik die Rahmenbedingungen von wirtschaftspolitischer Seite in einer Reihe von Ländern, nicht zuletzt im weitaus größten Land Brasilien, grundlegend verbessert. Vor diesem Hintergrund gibt es gegenwärtig keine Anzeichen, dass im Zuge der Turbulenzen an den in-

ternationalen Finanzmärkten das Vertrauen der Investoren in die Region wieder verloren geht – ein Umschwung der Stimmung an den Finanzmärkten hatte in der Vergangenheit oft einen wirtschaftlichen Abschwung ausgelöst. So erwarten wir, dass sich der konjunkturelle Aufschwung in Lateinamerika fortsetzt, wenn auch in etwas verringertem Tempo.

Die Aussichten für *Russland* bleiben angesichts annahmegemäß unverändert hoher Rohstoffpreise im Prognosezeitraum günstig. Die Einkommen nehmen weiter kräftig zu, vor allem der private Konsum und die Bauinvestitionen expandieren voraussichtlich anhaltend rasch. Auch wirkt die Finanzpolitik zunehmend expansiv, da die infolge des dramatischen Rohstoffpreisanstiegs in den vergangenen Jahren

drastisch gestiegenen Staatseinnahmen nun vermehrt für die Finanzierung von Investitionen, etwa in Infrastruktur oder das Bildungssystem, genutzt werden sollen. Dämpfend dürfte die fortgesetzte reale Aufwertung des Rubels wirken, die wir erwarten. Sie wird dazu führen, dass sich der Importdruck weiter erhöht und der reale Außenbeitrag weiter zurückgeht. Alles in allem rechnen wir für den Prognosezeitraum mit einem nur wenig verminderten Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts von 6,8 Prozent in diesem und 6,5 Prozent im nächsten Jahr. Problematisch bleibt die Inflation, die sich auf absehbare Zeit deutlich oberhalb des Notenbankziels bewegen dürfte.

Literatur

- Abeysinghe, T., und Gulasekaran, R. (2004). Quarterly Real GDP Estimates for China and ASEAN4 with a Forecast Evaluation. *Journal of Forecasting* 23 (6): 431–447.
- Agarwal, S., C. Liu und N.S. Souleles (2007). The Reaction of Consumer Spending and Debt to Tax Rebates – Evidence from Consumer Credit Data. NBER Working Paper 13694. Cambridge, Mass.
- Boss, A., J. Dovern, C.-P. Meier, F. Oskamp und J. Scheide (2008). Deutschland: Robuste Binnenkonjunktur – Dämpfer aus dem Ausland. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Frühjahr 2008. Kieler Diskussionsbeiträge 449/450. IfW, Kiel.
- Cabinet Office (2008). Quarterly Estimates of GDP. Via Internet (3. März 2008) <<http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/menu.html>>.
- CBRC (China Banking Regulatory Commission) (2008). NPLs of Commercial Banks. Via Internet (7. März 2008): <<http://www.cbrc.gov.cn/english/home/jsp/docView.jsp?docID=2007051774830DBD1F20010BFFD7F4A6791F6F00>>.
- Conference Board (2008). Global Business Cycle Indicators. Via Internet (3. März 2008) <http://www.conference-board.org/economics/bci/pressRelease_output.cfm?cid=1>.
- Dovern, J., K.-J. Gern, F. Oskamp, B. Sander und J. Scheide (2007a). Weltkonjunktur verliert an Fahrt. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2007. Kieler Diskussionsbeiträge 445/446. IfW, Kiel.
- Dovern, J., K.-J. Gern, N. Jannsen, B. Sander, M. Tesfaselassie, J. Scheide und B. van Roye (2007b). Weltwirtschaftliche Dynamik flaut ab. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Winter 2007. Kieler Diskussionsbeiträge 447/448. IfW, Kiel.
- Dovern, J., K.-J. Gern, C.-P. Meier und J. Scheide (2007c). Euroland: Nachlassende konjunkturelle Dynamik im Euroraum ohne Deutschland. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2007. Kieler Diskussionsbeiträge 445/446. IfW, Kiel.

Abkühlung der Weltkonjunktur

- Dovern, J., und N. Jannsen (2008). Immobilienmarktkrise in den Vereinigten Staaten. Historischer Vergleich und Implikationen für den Konjunkturverlauf. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Frühjahr 2008. Kieler Diskussionsbeiträge 449/450. IfW, Kiel.
- Economist Intelligence Unit (2008). *Country Report Spain*. London. Februar.
- Elmendorf, D.W., und D. Reifschneider (2002). Short Run Effects of Fiscal Policy with Forward-Looking Financial Markets. *National Tax Journal* 55 (3): 357–386.
- EUROFRAME-EFN (2007). Economic Assessment of the Euro Area: Forecasts and Policy Analysis. Autumn Report. Via Internet (5. März 2008) <<http://www.euroframe.org/index.php?id=120>>.
- Europäische Kommission (2007). Economic Forecast. Autumn. *European Economy* 7.
- Eurostat (2008). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2004). Der Einfluss der Finanzpolitik auf die gesamtwirtschaftliche Stabilität und die Preise. *Monatsbericht* (April): 49–63.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2008a). *Monatsbericht*. März. Frankfurt am Main.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2008b). The Euro Area Bank Lending Survey. Frankfurt am Main.
- Federal Reserve Bank of St. Louis (2008). Federal Reserve Economic Database. Via Internet (3. März 2008) <<http://www.research.stlouisfed.org/fred/>>.
- Federal Reserve Board (2008). *Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices*. Washington, D.C.
- Feldstein, M.S. (2008). Housing, Credit Markets and the Business Cycle. NBER Working Paper 13471. Cambridge, Mass.
- Financial Times (2008). IMF Asks Argentina to Clarify Inflation Figures. Via Internet (11. März 2008) <http://www.ft.com/cms/s/0/292718a6-d8d5-11dc-8b22-0000779fd2ac.html?nclick_check=1>.
- 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.
- HWWI (Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut eGmbH) (2008). HWWI-Rohstoffpreisindex. Via Internet (3. März 2008) <<http://www.hwwi.de/Forschung/Konjunktur/Rohstoffpreise/UEberblick.htm>>.
- IMF (International Monetary Fund) (2008). *International Financial Statistics*. November. Washington, D.C.
- Institute for Supply Management (2008). ISM Manufacturing Report on Business. Via Internet (10. März 2008) <<http://www.ism.ws/ISMReport/content.cfm?ItemNumber=13339&navItemNumber=12958>>.
- Johnson, D.S., J.A. Parker und N.S. Souleles (2006). Household Expenditure and the Income Tax Rebates of 2001. *The American Economic Review* 96 (5): 1589–1610.
- Jones, J.B. (2002). Has Fiscal Policy Helped Stabilize the Postwar U.S. Economy? *Journal of Monetary Economics* 49 (4): 709–746.
- Meltzer, A.H. (2008). That '70s Show. *The Wall Street Journal* (28. Februar): A16. Via Internet (28. Februar 2008) <http://online.wsj.com/article/SB120416213296398435.html?mod=opinion_main_comentaries>.
- Moody's Investors Service (2005). Reform of China's State Banks: Moving beyond IPOs; Positive Rating Actions Likely. November 2005. Hongkong.
- National Bureau of Statistics China (NBS) (2008). Statistical Data. Via Internet (7. März 2008) <<http://www.stats.gov.cn/english/statisticaldata/yearlydata/>>.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2007). *Economic Outlook*. Februar. Paris.

Abkühlung der Weltkonjunktur

- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2008). *Main Economic Indicators*. November. Paris.
- Office for National Statistics (2008). Economy. Via Internet (5. März 2008) <<http://www.statistics.gov.uk/default.asp>>.
- Taylor, J.B. (2000). Reassessing Discretionary Fiscal Policy. *Journal of Economic Perspectives* 14 (3): 21–36.
- Shapiro, M.D. und J. Slemrod (2003). Consumer Response to Tax Rebates. *The American Economic Review* 93 (1): 381–396.
- Statistics Bureau of Japan (2008). Consumer Price Index. Via Internet (5. März 2008) <http://www.stat.go.jp/english/data/cpi/index.htm>>.
- Statistics Canada (2008a). Canadian Economic Observer. Via Internet (16. Februar 2008) <<http://www.statcan.ca/english/freepub/11-010-XIB/11-010-XIB2008002.pdf>>.
- Statistics Canada (2008b). Canadian Economic Accounts. Via Internet (3. März 2008) <<http://www.statcan.ca/Daily/English/080303/do80303a.htm>>.
- University of Michigan (2008). Survey of Consumers. Via Internet (3. März 2008) <<http://www.sca.isr.umich.edu/>>.
- US Department of Commerce (2008). Bureau of Economic Analysis: National Economic Accounts. Via Internet (10. März 2008) <<http://www.bea.gov/national/index.htm#gdp.htm>>.
- US Department of Labor (2008a). Bureau of Labor Statistics. Employment Situation. Via Internet (10. März 2008) <<http://www.bls.gov/news.release/empsit.toc.htm>>.
- US Department of Labor (2008b). Bureau of Labor Statistics. Consumer Price Indexes. Via Internet (10. März 2008) <<http://www.bls.gov/cpi/home.htm>>.
- US Department of Treasury (2008). Monthly Treasury Statement. Via Internet (5. März 2008) <<http://fms.treas.gov/mts/index.html>>.