ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Gern, Klaus-Jürgen; Oskamp, Frank; Sander, Birgit; Scheide, Joachim

Book Part — Published Version

Boom in der Weltwirtschaft geht zu Ende

Provided in Cooperation with:
Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

Suggested Citation: Gern, Klaus-Jürgen; Oskamp, Frank; Sander, Birgit; Scheide, Joachim (2006) : Boom in der Weltwirtschaft geht zu Ende, In: Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2006, Institut für Weltwirtschaft (IfW), Kiel, pp. 3-23

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/3891

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.

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Boom in der Weltwirtschaft geht zu Ende

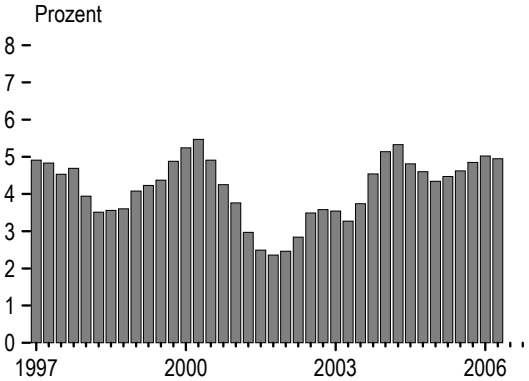
Klaus-Jürgen Gern, Frank Oskamp, Birgit Sander und Joachim Scheide

Zusammenfassung:

Die weltwirtschaftliche Expansion hat sich im ersten Halbjahr 2006 in hohem Tempo fortgesetzt. Die starke Dynamik im ersten Halbjahr führt dazu, dass wir unsere Prognose für das Gesamtjahr 2006 deutlich von 4,5 Prozent im Frühjahr auf 5 Prozent heraufgesetzt haben. Allerdings scheint die Dynamik in den vergangenen Monaten etwas nachgelassen zu haben. Zudem haben sich die monetären Rahmenbedingungen weiter verschlechtert. So erwarten wir für das kommende Jahr eine merkliche konjunkturelle Verlangsamung, wenngleich der Produktionsanstieg in der Welt insgesamt mit 4,4 Prozent nochmals leicht über dem mittelfristigen Trend liegen dürfte. Spürbar zurückgehen wird die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung vor allem in den Vereinigten Staaten, wo sich die Expansion des privaten Konsums voraussichtlich deutlich abschwächen wird. Die Inflation dürfte, unter der Voraussetzung konstanter Ölpreise, im kommenden Jahr leicht zurückgehen.

Die weltwirtschaftliche Expansion hat sich im ersten Halbjahr 2006 in hohem Tempo fortgesetzt. Der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts im Vorjahresvergleich war mit einer geschätzten Rate von knapp 5 Prozent wieder fast so hoch wie im ersten Halbjahr 2004 (Abbildung 1). Allerdings scheint die Dynamik in den vergangenen Monaten etwas nachgelassen zu haben. Darauf deutet die Entwicklung in den Industrieländern hin, für die verlässliche saisonbereinigte Reihen für die gesamtwirtschaftliche Produktion vorliegen. Außerdem ist der Welthandel im zweiten Quartal mit merklich geringeren Raten ausgeweitet worden als in den drei Quartalen zuvor (Abbildung 2).

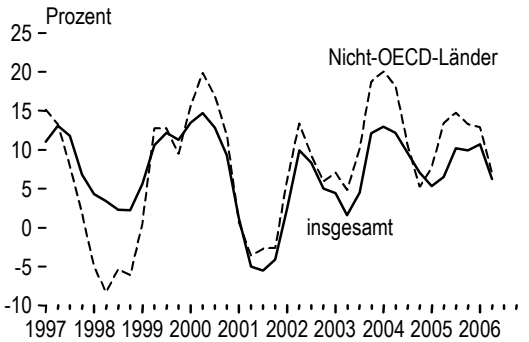
Abbildung 1:
Reales Bruttoinlandsprodukt in der Welt 1997–2006[a,b]



[a]Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — [b]Geschätzt auf der Basis der großen Industrieländer (Vereinigte Staaten, Japan, Euroland, Vereinigtes Königreich, Kanada) sowie großer Schwellenländer (China, Indien, Russland, Brasilien, Mexiko und Südkorea).

Quelle: OECD (2006a); eigene Berechnungen.

Abbildung 2:
Welthandel 1997–2006[a]



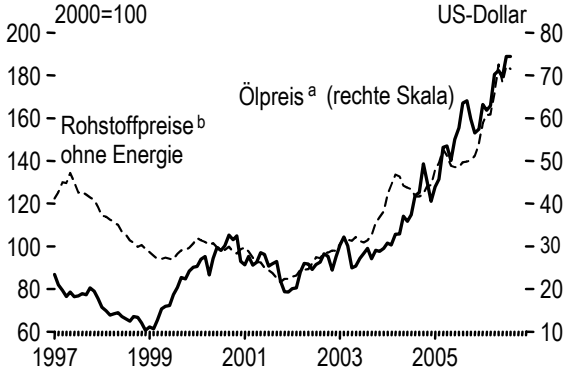
[a]Real, Veränderung gegenüber dem Vorquartal, auf Jahresrate hochgerechnet, gleitender 2-Quartalsdurchschnitt.

Quelle: OECD (2006a).

Weltwirtschaft auf höherem Wachstumspfad

Die Weltwirtschaft expandiert nun schon seit fast drei Jahren mit Raten von deutlich über 4 Prozent. Dieser Aufschwung folgt einer ebenfalls sehr kräftigen Expansionsphase am Ende der 1990er Jahre; dazwischen lag ein relativ milder Abschwung zu Beginn des neuen Jahrzehnts. Im Zuge dieser Entwicklung dürfte die Auslastung der weltweiten Produktionskapazitäten auf ein hohes Niveau gestiegen sein. Dafür spricht vor allem der drastische Anstieg der Rohstoffpreise, der sich bis zur Mitte dieses Jahres vollzogen hat (Abbildung 3). Eine erhebliche Beschleunigung der Inflation auf der Verbraucherebene ist dagegen nur in wenigen Ländern zu verzeichnen, auch weil sich der Lohnkostenauftrieb weltweit kaum beschleunigt hat. Die zunehmende weltwirtschaftliche Integration von Volkswirtschaften mit extrem hohem Arbeitskräftepotential – zu nennen sind insbesondere China und Indien – hat hier ebenso dämpfend gewirkt wie ein gestärktes Vertrauen in die Stabilitätsorientierung der wichtigen Notenbanken.

Abbildung 3:
Ölpreis und Rohstoffpreise ohne Energie 1997–2006



[a]Spotpreis Sorte Brent, London. — [b]HWWA-Index.

Quelle: International Petroleum Exchange über Thomson Financial Datastream; HWWA (2006).

Der wesentliche Grund dafür, dass der Verbraucherpreisanstieg trotz der nun schon seit mehreren Jahren anhaltenden kräftigen Produktionszuwächse immer noch moderat ist, dürfte darin liegen, dass sich das Wachstum des Produktionspotentials der Weltwirtschaft erhöht hat – wiederum vor allem als Folge der Integration Chinas und Indiens in die internationale Arbeitsteilung. Der Anteil Chinas am Weltbruttoinlandsprodukt (bewertet zu Kaufkraftparitäten) stieg von 3,5 Prozent im Jahr 1980 auf 15,4 Prozent im Jahr 2005, der Anteil Indiens gleichzeitig von 3,3 Prozent auf 6 Prozent.

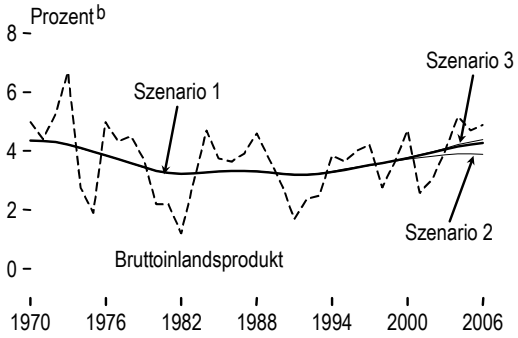
Wie stark das Potentialwachstum angezogen hat, lässt sich anhand statistischer Filterverfahren ermitteln. Das Gewicht dieser stark wachsenden Volkswirtschaften in der Weltwirtschaft hat in den vergangenen 25 Jahren drastisch zugenommen. Die Schätzwerte hängen allerdings unter anderem von der erwarteten zukünftigen Entwicklung des weltweiten realen Bruttoinlandsprodukts ab und sind daher mit erheblicher Unsicherheit behaftet.[1] Diese lässt sich dadurch verdeutlichen, dass zusätzlich Schätzungen vorgenommen werden, bei denen für die nahe Zukunft alternative, vergleichsweise stark abweichende Konjunkturverläufe unterstellt werden. Unser zentrales Szenario für diese Schätzung (Szenario 1) unterstellt eine allmähliche Abschwächung des weltweiten Produktionsanstiegs in den kommenden Jahren auf eine Rate von etwas mehr als 4 Prozent. Als pessimistische Variante wird eine weltweite Rezession[2] angenommen (Szenario 2), als optimisti-

[1] Wir unterstellen dabei, dass sich das Produktionspotential ähnlich entwickelt wie die tatsächliche Produktion im mittelfristigen Trend und verwenden zur Schätzung einen Hodrick-Prescott-Filter. Bei Filterverfahren besteht allerdings grundsätzlich das Problem, dass die sich der Trendwert am Ende des Schätzzeitraums dem tatsächlichen Wert annähert. Damit ist die Schätzung am aktuellen Rand, der naturgemäß am meisten interessiert, verzerrt. Um diesem Problem zu begegnen, haben wir Prognosewerte für das reale Bruttoinlandsprodukt für den Rest des Jahres 2006 und weitere vier Jahre verwendet. Damit hängt der geschätzte Trendwert für dieses Jahr und die jüngere Vergangenheit aber auch ab von den Annahmen über das zukünftige Wachstum.

[2] Von einer Rezession in der Weltwirtschaft wird im Allgemeinen gesprochen, wenn die Weltproduktion – bewertet nach Kaufkraftparitäten – um weniger als 2,5 Prozent zunimmt. Wir unterstellen für Szenario 2

sche Variante eine kaum gebremste Fortsetzung der gegenwärtigen starken Expansion (Szenario 3). Es zeigt sich, dass sich das Trendwachstum bei allen drei Szenarien in den vergangenen Jahren beschleunigt hat (Abbildung 4). Im Szenario 1 ergibt sich eine Wachstumsrate des Produktionspotentials der Weltwirtschaft von gegenwärtig 4,3 Prozent, im optimistischen Szenario 3 eine von 4,5 Prozent. Aber selbst unter der Annahme, dass die Weltwirtschaft in den kommenden Jahren durch eine ausgeprägte Schwächephase geht, liegt das Potentialwachstum mit reichlich 4 Prozent immer noch knapp einen halben Prozentpunkt höher als zu Beginn des Jahrzehnts.

Abbildung 4:
Produktionsanstieg und Trendwachstum in der Weltwirtschaft 1970–2006[a]

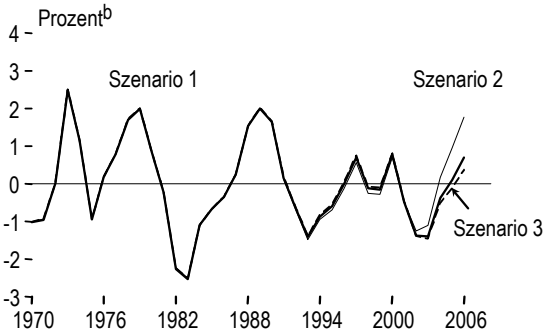


[a]In drei unterschiedlichen Szenarien (siehe Text). — [b]Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: IMF (2006); eigene Berechnungen und Prognosen.

Auch wenn sich die Weltwirtschaft damit auf einem höheren Wachstumspfad befindet, sind die Risiken für die Preisniveaustabilität nicht gebannt. Darauf deutet auch die Tatsache hin, dass sich bei allen Szenarien für das laufende Jahr eine positive Abweichung der Weltproduktion vom ihrem Trend ergibt (Abbildung 5). Sie ist im Szenario 3 bei dem höchsten Potentialwachstum allerdings recht gering. Auch in

Abbildung 5:
Reales Bruttoinlandsprodukt in der Welt 1970–2006[a] (Abweichung vom Trend)



[a]In drei unterschiedlichen Szenarien (siehe Text). — [b]Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: IMF (2006); eigene Berechnungen und Prognosen.

Szenario 1, bei einer graduellen Verlangsamung der Weltwirtschaft, ist die Abweichung mäßig. Sie entspricht in diesem Fall in etwa den für die Jahre 2000 und 1997 geschätzten Werten. In Szenario 2 – unter der Annahme einer bevorstehenden Weltrezession – ergibt sich hingegen eine weltwirtschaftliche Kapazitätsauslastung, die ganz beträchtlich ist, fast so hoch wie in den Jahren 1979 und 1989, als sich die Weltwirtschaft in einem ausgeprägten Boom befand. Der gegenwärtig immer noch mäßige Anstieg der Verbraucherpreise weltweit spricht zwar eher für die beiden anderen Varianten. Aber auch diese implizieren, dass der Preisauftrieb konjunkturell bedingt weiterhin zunimmt.

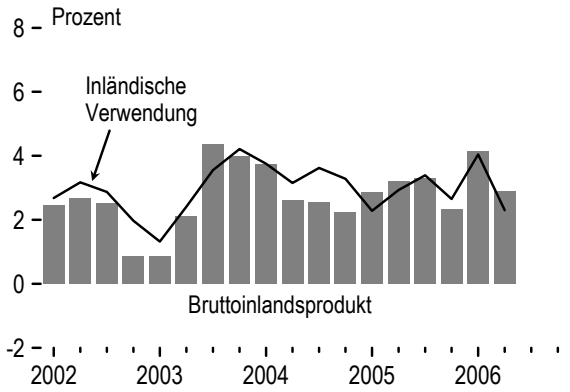
Leicht verlangsamter Aufschwung in den Industrieländern

In den Industrieländern hat sich der Produktionsanstieg im Frühjahr etwas abgeschwächt. Das reale Bruttoinlandsprodukt in den G7-Ländern erhöhte sich im zweiten Quartal 2006 mit einer Rate von 2,9 Prozent, nachdem es im ersten Quartal noch um 3,9 Prozent zugelegt hatte (Abbildung 6). Dabei verlor insbesondere die US-Konjunktur spürbar an Fahrt, aber auch die Produktion in Japan wurde deutlich verlangsamt ausgeweitet. Hingegen setzte sich die

einen Rückgang des Produktionsanstiegs auf nur noch 2,5 Prozent im Jahr 2008 und eine nur langsame Erholung danach. Einen Rückgang des weltweiten Bruttoinlandsprodukts hat es seit 1970, dem Zeitraum, für den die Daten des IMF (International Monetary Fund) vorliegen, nicht gegeben.

kräftige Expansion im Euroraum sogar in beschleunigtem Tempo fort, und die Konjunktur im Vereinigten Königreich gewann ebenfalls an Schwung. Die robuste Nachfrage in Europa ist umso bemerkenswerter, als die privaten Haushalte und Unternehmen im Verlauf dieses Jahres nochmals durch eine kräftige Verteuerung des Rohöls belastet wurden.

Abbildung 6:
Konjunktur in den G7-Ländern 2002–2006[a,b]

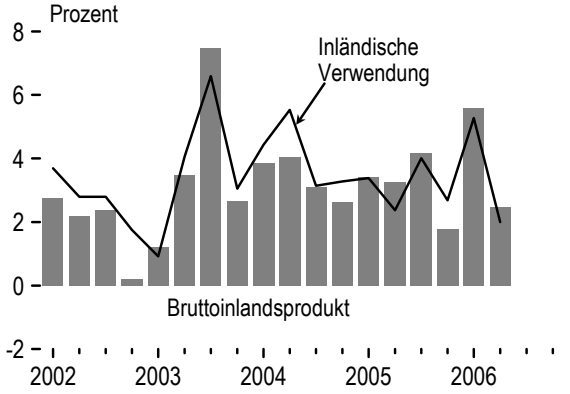


[a]Real, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. — [b]Vereinigte Staaten, Japan, Kanada, Deutschland, Frankreich, Italien und Vereinigtes Königreich.

Quelle: OECD (2006a); eigene Berechnungen.

Das reale Bruttoinlandsprodukt in den *Vereinigten Staaten* legte im Frühjahrsquartal mit einer laufenden Jahresrate von nur noch 2,9 Prozent zu, nachdem es im ersten Quartal – freilich begünstigt durch Sondereffekte – noch mit einer Rate von 5,6 Prozent gestiegen war (Abbildung 7). Die konjunkturelle Verlangsamung ist vor allem darin begründet, dass der private Verbrauch unter dem Eindruck energiepreisbedingt geringerer Reallohnzuwächse und nachlassender Beschäftigungsgewinne sowie als Folge der gestiegenen Zinsen merklich an Dynamik verlor. Dazu kam ein starker Rückgang der Wohnungsbauinvestitionen, der für sich genommen den Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 0,6 Prozentpunkte verringerte. Die Wohnungsbauinvestitionen sind nun seit drei Quartalen abwärts gerichtet, nachdem sie zuvor die wirtschaftliche Aktivität stark angeregt hatten. Die konjunkturelle Verlangsamung spiegelt sich auch am Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenquote ist seit dem Frühjahr leicht gestiegen, und die Zahl der Beschäftigten nahm in den vergangenen Monaten verlangsamt zu (Abbildung 8).

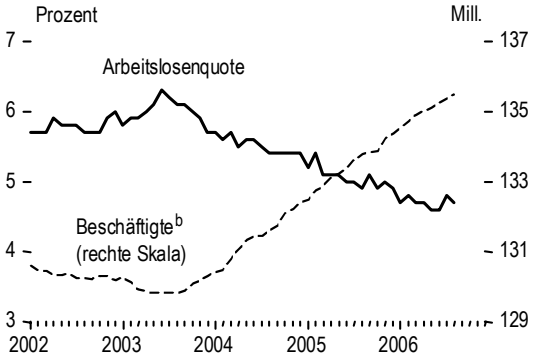
Abbildung 7:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den Vereinigten Staaten 2002–2006[a]



[a]Real, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: US Department of Commerce (2006)

Abbildung 8:
Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten 2002–2006[a]



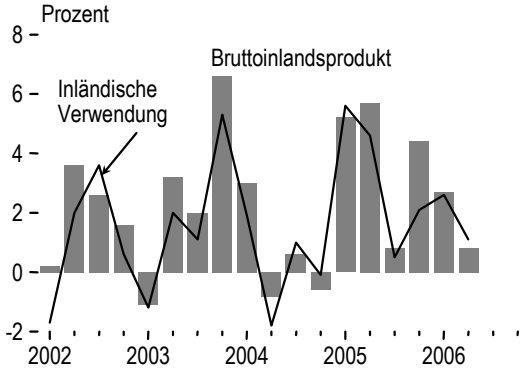
[a]Saisonbereinigt. — [b]Abhängig Beschäftigte außerhalb der Landwirtschaft.

Quelle: US Department of Labor (2006a).

Die Konjunktur in *Japan* erscheint trotz der im zweiten Quartal nur schwachen Ausweitung des realen Bruttoinlandsprodukts (Abbildung 9) robust. Dabei wirkte eine verlangsamte Auslandsnachfrage dämpfend. Vor allem aber war die schwache Ausweitung auf einen kräftigen

Abbau der Lagerbestände zurückzuführen sowie auf einen starken Rückgang der öffentlichen Investitionen, der sich angesichts des inzwischen erreichten recht niedrigen Niveaus dieser Ausgaben wohl nicht über längere Zeit fortsetzen dürfte. Die übrigen Komponenten der Inlandsnachfrage blieben hingegen kräftig. Die Unternehmensinvestitionen expandierten angesichts hoher Gewinne weiter mit zweistelligen Raten, und der private Verbrauch legte, angeregt von steigenden Löhnen und zunehmender Beschäftigung, mit einer laufenden Jahresrate von 2,5 Prozent sogar beschleunigt zu.

Abbildung 9:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Japan 2002–2006[a]

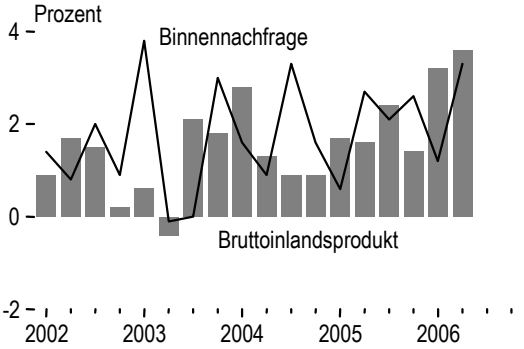


[a]Real, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Cabinet Office (2006).

Im Euroraum setzte sich der konjunkturelle Aufschwung fort;[3] im zweiten Quartal nahm die gesamtwirtschaftliche Produktion nochmals beschleunigt zu (Abbildung 10). Im ersten Halbjahr stieg das reale Bruttoinlandsprodukt mit einer laufenden Jahresrate von knapp 3,5 Prozent deutlich rascher als das Produktionspotential. Die wesentlichen Impulse kamen dabei von der Inlandsnachfrage: Sowohl die Anlageinvestitionen als auch der private Konsum wurden gegenüber dem zweiten Halbjahr 2005 beschleunigt ausgeweitet. Die Lage am Arbeitsmarkt besserte sich dabei zusehends.

Abbildung 10:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Euroland 2002–2006[a]

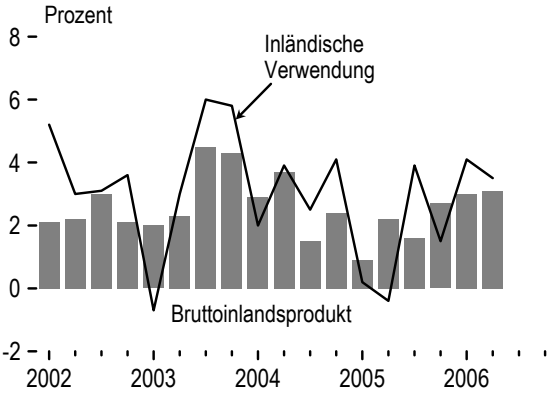


[a]Real, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Eurostat (2006).

Nach einer Phase der Schwäche im vergangenen Jahr hat sich die Konjunktur im *Vereinigten Königreich* im Verlauf dieses Jahres wieder erholt (Abbildung 11). Die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung erhöhte sich merklich. Getragen wurde die Belebung vor allem vom privaten Verbrauch, aber auch von einer deutlichen Ausweitung der Anlageinvestitionen. Sowohl Exporte als auch Importe nahmen im ersten Halbjahr sehr rasch zu, letztere freilich etwas stärker; der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts wurde vom Außenbeitrag gedämpft.

Abbildung 11:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Vereinigten Königreich 2002–2006[a]



[a]Real, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Office for National Statistics (2006).

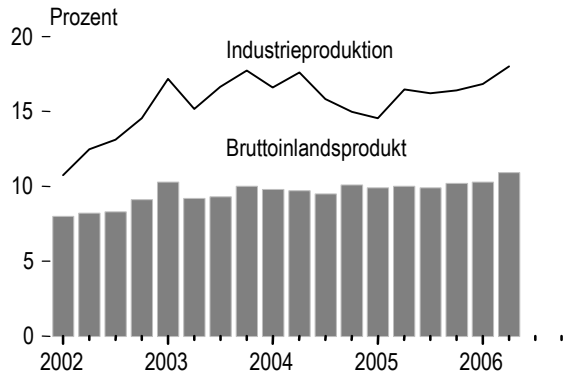
[3] Für eine ausführliche Analyse von Konjunktur und Wirtschaftspolitik im Euroraum siehe den Beitrag „Euroland: Konjunkturelle Expansion erreicht Höhepunkt".

Die *neuen Mitgliedsländer der EU* befinden sich in einem kräftigen Aufschwung. Bereits im zweiten Halbjahr 2005 hat hier eine sehr kräftige Expansion der gesamtwirtschaftlichen Produktion eingesetzt, die sich im laufenden Jahr in nur wenig verringertem Tempo fortgesetzt hat. Getragen wird die konjunkturelle Expansion von einer starken Zunahme der Investitionen, die insbesondere in Polen mit deutlich zweistelligen Raten beachtlich ist. Aber auch der private Verbrauch legte dank hoher Reallohnzuwächse und steigender Beschäftigung kräftig zu. Zuletzt gingen auch von den Exporten deutliche Anregungen aus.

Anhaltend hoher Produktionsanstieg in den Schwellenländern

Ein wesentlicher Faktor hinter der starken Zunahme der Weltproduktion war die anhaltend starke Ausweitung der wirtschaftlichen Aktivität in den Schwellenländern. Dabei war die Konjunktur in allen Regionen kräftig. In China verstärkte sich – unerwartet und entgegen den Wünschen der Regierung – die seit Jahren sehr hohe Dynamik nochmals (Abbildung 12). Das reale Bruttoinlandsprodukt lag im zweiten Quartal um mehr als 11 Prozent höher als ein Jahr zuvor; auch die Industrieproduktion nahm beschleunigt zu – mit einer Rate von nahezu 20 Prozent. Die Struktur der Nachfrage blieb unverändert: nach wie vor steigen vor allem die Investitionen und die Exporte stark. Auch die Produktion in den übrigen asiatischen Schwellenländern blieb kräftig aufwärts gerichtet; in nahezu allen Ländern nahm das reale Bruttoinlandsprodukt mit Raten von mehr als 5 Prozent zu. In Lateinamerika, das als wichtiger Rohstoffexporteur von den hohen Rohstoffpreisen profitiert, hat die Konjunktur im Verlauf des ersten Halbjahrs deutlich an Schwung gewonnen. Hier lagen die Zuwachsraten der gesamtwirtschaftlichen Produktion in der Regel ebenfalls – und zum Teil deutlich – über 5 Prozent. Lediglich in Brasilien war der Produktionsanstieg als Folge der zurückliegenden restriktiven Geldpolitik schwächer, doch hat sich die Wirtschaft auch hier spürbar belebt. In Russland schließlich ging der Produktionsanstieg im ersten Quartal von 7 auf 5,5 Prozent zurück. Dies war zwar wohl zum Teil durch ungünstige Witterung bedingt. Gleichzeitig wirkte aber auch die fortgesetzte reale Aufwertung des Rubel dämpfend. So nahmen die Importe volumenmäßig sehr viel stärker zu als die Exporte, und die Industrieproduktion stieg nur noch mäßig.

Abbildung 12:
Reales Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in China 2002–2006[a]



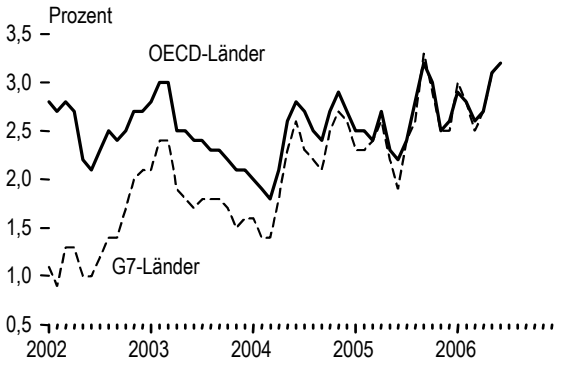
[a]Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: National Bureau of Statistics of China (2006).

Allmählich zunehmender Preisdruck

Der Verbraucherpreisanstieg hat sich in den vergangenen Monaten wieder beschleunigt; im Sommer betrug er in den OECD-Ländern insgesamt wieder etwa 3 Prozent (Abbildung 13). Seit etwa 2 Jahren ist ein Aufwärtstrend bei der Teuerung zu beobachten, besonders ausgeprägt in den G7-Ländern, wo der Preisanstieg inzwischen genauso hoch ist wie in den OECD-Ländern insgesamt, nachdem er zu Beginn dieses Jahrzehnts noch deutlich niedriger gewesen war.

Abbildung 13:
Verbraucherpreisanstieg in den Industrieländern 2002–2006[a]

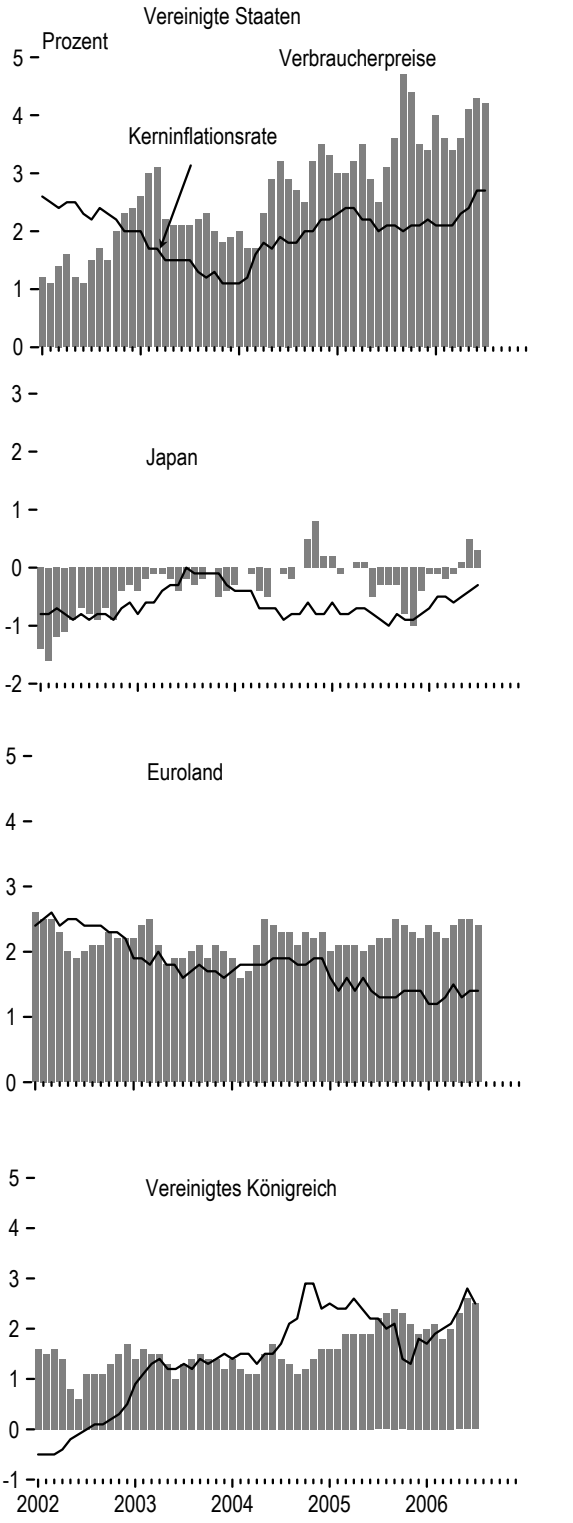


[a]Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: OECD (2006a); IMF (2006).

Erheblich verstärkt hat sich seit Anfang 2004 der Preisauftrieb in den Vereinigten Staaten, wo die Inflationsrate im Juli dieses Jahres 4,1 Prozent betrug (Abbildung 14). Ein wesentlicher Faktor ist der fortgesetzte und kräftige Anstieg der Preise für Rohstoffe, insbesondere für Rohöl. Doch auch die Kernrate der Inflation, die sich lange Zeit kaum verändert hatte, ist seit April spürbar gestiegen. Hier wirkt sich nicht zuletzt aus, dass der Auftrieb bei den Arbeitskosten in der Tendenz merklich zugenommen hat. Bei der inzwischen recht hohen gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung sind auch die Lohnstückkosten verstärkt aufwärts gerichtet. Bereits seit längerer Zeit beschleunigt sich der Preisauftrieb im Vereinigten Königreich, wenngleich das Inflationsziel der Bank von England (2 Prozent) auch zuletzt nur leicht überschritten wurde. In Japan ist die verstärkte Teuerung hingegen ein Phänomen der ersten Halbjahres 2006; hier ist im übrigen lediglich die zuvor herrschende Deflationstendenz überwunden worden. Auf der Verbraucherstufe sind die Preise bisher nicht nennenswert gestiegen; ohne Nahrungsmittel und Energie waren sie sogar weiter leicht rückläufig. Eine Ausnahme im allgemeinen Bild sich verstärkender Teuerung ist der Euroraum. Hier ist die Inflationsrate seit Jahren nahezu unverändert. Die Effekte der gestiegenen Energiepreise wurden durch nachlassenden Preisdruck bei anderen Gütern kom-

Abbildung 14:
Verbraucherpreisanstieg in den großen Industrieländern 2002–2006[a]



[a]Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: US Department of Labor (2006b); Office for National Statistics (2006); Statistical Bureau (2006); EZB (2006a).

pensiert; die Kernrate der Inflation ist im Jahr 2005 gesunken und verharrt seither bei 1,5 Prozent.

Verschlechterte monetäre Rahmenbedingungen

Die Geldpolitik ist vor dem Hintergrund steigender gesamtwirtschaftlicher Kapazitätsauslastung und zunehmender Inflationsrisiken seit dem Frühjahr weltweit gestrafft worden. In nahezu allen Industrieländern wurden die geldpolitischen Zügel angezogen. Aber auch in den meisten Schwellenländern wurden die Notenbankzinsen angehoben, nur vereinzelt – etwa in Brasilien und Indonesien – wurde die Geldpolitik angesichts nachlassender Stabilitätsrisiken gelockert. Die langfristigen Zinsen, die in der ersten Jahreshälfte merklich gestiegen waren, tendierten hingegen zuletzt nicht weiter aufwärts. Die in den vergangenen Jahren mit der sehr expansiven Geldpolitik in den Industrieländern geschaffene Liquidität hat den Aktienmärkten, in vielen Ländern auch den Immobilienmärkten, erhebliche Impulse gegeben. Inzwischen mehren sich in einigen Ländern, nicht zuletzt in den Vereinigten Staaten, die Anzeichen, dass der Boom am Immobilienmarkt zu Ende geht, und im Frühjahr trübte sich das Klima an den Aktienmärkten spürbar ein. Dies erwies sich zwar als vorübergehend; gleichwohl haben sich die monetären Rahmenbedingungen inzwischen spürbar verschlechtert.

Fortgesetzter Anstieg der Notenbankzinsen in den Industrieländern

Der Prozess der geldpolitischen Straffung in den Industrieländern hat im Verlauf dieses Jahres an Breite gewonnen. In den Vereinigten Staaten wurde der Zielsatz für die Federal Funds Rate schrittweise, auf nunmehr 5,25 Prozent, erhöht – ein Niveau, das als neutral oder leicht restriktiv gelten kann. Die Europäische Zentralbank (EZB) setzte ihren Ende des vergangenen Jahres begonnen Zinserhöhungskurs angesichts des kräftigen Konjunkturaufschwungs in beschleunigtem Tempo fort. Bei einem Niveau des Leitzinses von 3 Prozent sind die Anregungen von dieser Seite im Euroraum deutlich geringer geworden; die Geldpolitik wirkt derzeit aber immer noch expansiv. In Japan hat die Notenbank im Frühjahr begonnen, ihr Liquiditätsziel – die Höhe der Überschussreserven der Geschäftsbanken bei der Notenbank – zu verringern. Im Juli ist sie dann zu einer Zinssteuerung zurückgekehrt; sie hat die seit 2001 betriebene Nullzinspolitik beendet und den Zinssatz für Tagesgeld steigen lassen und den Diskontsatz angehoben. Allerdings sind die Zinsen mit 0,25 bzw. 0,125 Prozent nach wie vor sehr gering. Im Vereinigten Königreich schließlich erhöhte die Bank von England den Leitzins angesichts einer drohenden Verfehlung des Inflationsziels im Sommer um 25 Prozentpunkte auf 4,75 Prozent. Damit wirkt die Geldpolitik leicht restriktiv.

In den kommenden Monaten dürfte die Geldpolitik in den Industrieländern insgesamt noch etwas gestrafft werden. So dürfte die Bank von Japan ihren Kurs geldpolitischer Normalisierung im Prognosezeitraum fortsetzen und den Tagesgeldzinssatz allmählich bis zum Ende des kommenden Jahres auf 1 Prozent erhöhen (Tabelle 1). Für den Euroraum sind ebenfalls noch weitere Zinsanhebungen zu erwarten. Die EZB dürfte den Schlüsselzins angesichts der kräftigen Konjunktur und einer Inflationsrate, die hartnäckig oberhalb des Ziels verharrt, noch um einen halben Prozentpunkt anheben. Bei dem dann erreichten Niveau der kurzfristigen Zinsen gehen im kommenden Jahr von der Geldpolitik im Euroraum wohl keine Impulse mehr für die Konjunktur aus. Angesichts einer im Jahr 2007 voraussichtlich deutlich abgeschwächten konjunkturellen Dynamik wird die EZB ihre Zinsen im nächsten Jahr wohl nicht mehr erhöhen. In den Vereinigten Staaten dürfte der Höhepunkt des Zinszyklus inzwischen erreicht sein. Allerdings wird die US-Notenbank trotz zunehmender Anzeichen für eine konjunkturelle Verlangsamung mit Zinssenkungen vermutlich noch etwas warten, da die inflationären Risiken in den vergangenen

Tabelle 1:
Rahmendaten für die Konjunkturprognose 2005, 2006 und 2007

	2005				2006				2007			
	I	II	III	IV	I	II	III[a]	IV[a]	I[a]	II[a]	III[a]	IV[a]
Kurzfristige Zinsen												
Vereinigte Staaten (Fed Funds Rate)	2,5	2,9	3,5	4,0	4,5	4,9	5,3	5,3	5,0	4,8	4,5	4,3
Japan (Tagesgeldzins)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	0,5	0,7	0,8	0,8	1,0
Euroland (3-Monatszins)	2,1	2,1	2,1	2,3	2,6	2,9	3,3	3,7	3,8	3,8	3,6	3,6
Wechselkurse												
US-Dollar/Euro	1,31	1,26	1,22	1,19	1,20	1,27	1,28	1,28	1,28	1,28	1,28	1,28
Yen/US-Dollar	104,7	107,6	111,2	118,0	117,4	115,0	115,0	115,0	115,0	115,0	115,0	115,0
Ölpreis (Brent) in US-Dollar	47,6	51,6	61,6	56,9	61,9	69,8	75,0	72,0	70,0	70,0	70,0	70,0
HWWA-Index für Industrierohstoffe	147,6	143,0	144,4	152,4	171,1	196,0	204,5	203,5	201,9	200,4	198,4	196,3

[a]Prognose.

Quelle: HWWA (2006); IMF (2006); Federal Reserve Bank of St. Louis (2006); EZB (2006a); eigene Prognosen.

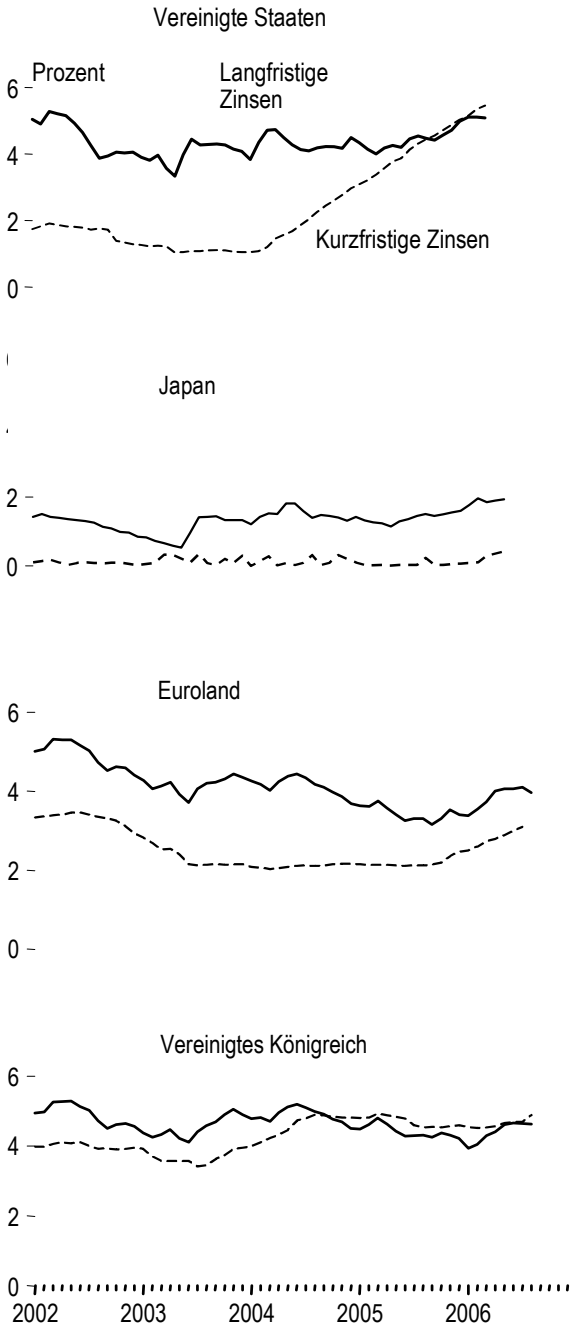
Monaten zugenommen haben. Wir erwarten, dass die Fed Anfang des kommenden Jahres beginnen wird, die Federal Funds Target Rate allmählich zu senken. Spürbare Anregungen für die Konjunktur werden von der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten freilich allenfalls gegen Ende des nächsten Jahres ausgehen. Für das Vereinigte Königreich unterstellen wir unveränderte Notenbankzinsen über den gesamten Prognosezeitraum.

Nur wenig höhere langfristige Zinsen

In der ersten Jahreshälfte 2006 zogen die langfristigen Zinsen in den Industrieländern spürbar an, nachdem sie in den anderthalb Jahren zuvor trotz kräftig steigender Notenbankzinsen auf historisch sehr niedrigem Niveau geblieben waren oder sogar abwärts tendiert hatten (Abbildung 15). Der Zinsanstieg am langen Ende hat sich im Sommer nicht fortgesetzt, so dass sich die Differenz zwischen langfristigen und kurzfristigen Zinssätzen zuletzt wieder verringert hat. In den Vereinigten Staaten bildete sich sogar eine inverse Zinsstruktur heraus. Gegen die Interpretation, dass diese Konstellation – wie häufig in der Vergangenheit – eine bevorstehende Rezession signalisiert, spricht vor allem die Tatsache, dass das Zinsniveau im Vergleich zu früheren Phasen einer inversen Zinsstruktur niedrig ist (Fed paper). Derzeit liegen die langfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten unter den kurzfristigen, obwohl die Geldpolitik nur leicht restriktiv ausgerichtet ist.

Für das niedrige Niveau der langfristigen Zinsen gibt es eine Reihe von Gründen (OECD 2006b): So hat sich offenbar das Vertrauen in die Fähigkeit der Notenbanken, auf mittlere Sicht die Inflation gering zu halten, erhöht, wohl auch weil die Inflation tatsächlich in der jüngsten Zeit trotz der beträchtlichen Rohstoffpreisanstiege relativ stabil geblieben ist. In der Folge ist die Risikoprämie gesunken. In vielen Schwellenländern hat sich seit Ende der 1990er Jahre die Ersparnis erhöht, häufig verbunden mit einer verringerten Investitionsneigung, so dass weltweit ein Überschuss an Ersparnis besteht, der das globale Zinsniveau gesenkt hat (Bernanke 2005). Dies geht einher mit steigenden Überschüssen in der Leistungsbilanz und einer starken Akkumulation von Devisenreserven, insbesondere in Form von US-Staatsanleihen. Dabei ist dieser Prozess nur zu einem Teil Resultat von Devisenmarktinterventionen asiatischer Notenbanken, mit dem Ziel eine (starke) Aufwertung der heimischen Währung gegenüber dem US-Dollar zu verhindern. Im Wesentlichen sind die Kapitalflüsse privaten Ursprungs, verursacht durch die geringe Aufnahmefähig-

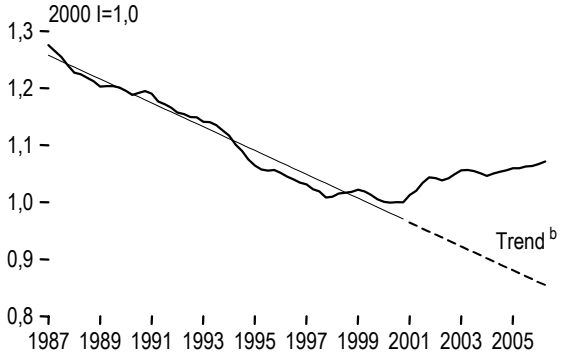
Abbildung 15:
Kurz- und langfristige Zinsen in den Vereinigten Staaten, Japan und dem Euroraum 2002–2006



Quelle: OECD (2006a).

keit inländischer Kapitalmärkte. Wesentlich beigetragen zum niedrigen Zinsniveau hat aber wohl auch der starke Anstieg der Liquidität in den Industrieländern (Abbildung 16), der mit der expansiven Geldpolitik in den vergangenen Jahren verbunden war. In ihrem Bemühen um ertragreiche Anlageformen haben die Anleger die Kurse für langfristige Papiere nach oben getrieben.

Abbildung 16:
Verhältnis von Geldmenge zum nominalen Bruttoinlandsprodukt in OECD-Ländern 1987–2006[a]



[a]Geldmenge in breiter Abgrenzung. — [b]Trend ist geschätzt über den Stützzeitraum 1987 I bis 2000 IV und bis 2006 II extrapoliert.

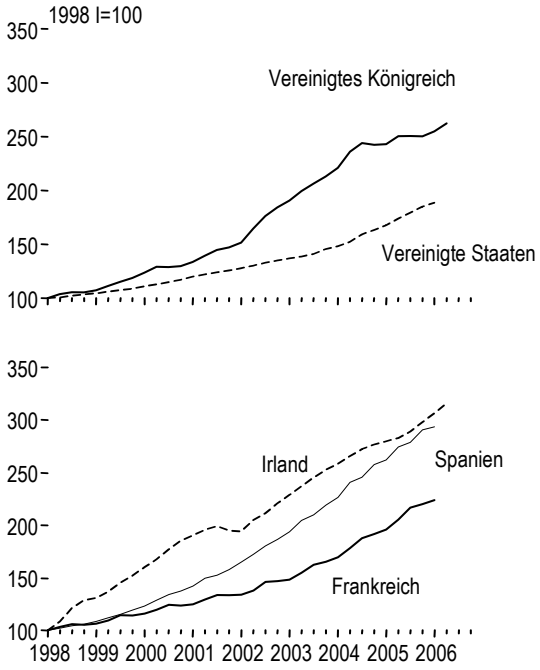
Quelle: OECD (2006a); eigene Berechnungen.

Für den Prognosezeitraum erwarten wir, dass sich an den starken Kapitalzuflüssen aus den asiatischen Schwellenländern und – zuletzt immer wichtiger – den ölproduzierenden Ländern wenig ändern wird. Dies spricht für weiterhin niedrige langfristige Zinsen. Dagegen ist ein Argument für höhere Zinsen, dass die Liquiditätsversorgung in den Industrieländern mit der Straffung der Geldpolitik weniger reichlich wird. Allerdings ist mit einer deutlich restriktiven Ausrichtung der Geldpolitik nicht zu rechnen. Einem Zinsanstieg am langen Ende wirkt gleichzeitig entgegen, dass sich die Inflationserwartungen und damit auch die Erwartungen über die zukünftigen kurzfristigen Zinsen mit schwächer werdender Konjunktur verringern. Alles in allem rechnen wir damit, dass das Niveau der langfristigen Zinsen im weiteren Verlauf dieses Jahres und im nächsten Jahr allenfalls geringfügig steigt.

Geldpolitische Straffung dämpft Preisentwicklung an den Märkten für Vermögenswerte

Die kräftige Ausweitung der Liquidität hat auch den Aktienmärkten und nicht zuletzt den Immobilienmärkten in vielen Ländern beträchtliche Impulse gegeben.[4] Die Immobilienpreise sind in vielen Ländern in den vergangenen Jahren sehr stark gestiegen (Abbildung 17). Hiervon wurde die gesamtwirtschaftliche Expansion spürbar angeregt. Zum einen nahm die Aktivität im Wohnungsbau zum Teil kräftig zu. Zum anderen erhöhte sich die Konsumneigung der privaten Haushalte infolge der durch die Wertsteigerung bei Wohnimmobilien bedingten Vermögenszuwächse.

Abbildung 17:
Immobilienpreise in ausgewählten Ländern 1998–2006



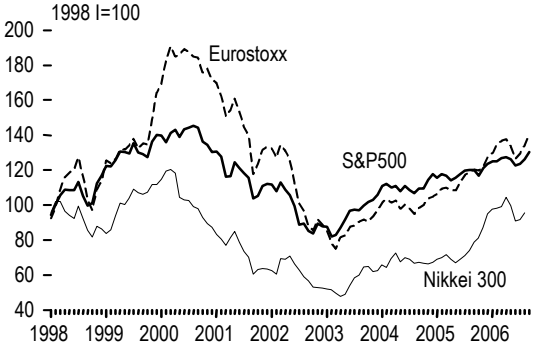
Quelle: Institut National de la Statistique et des Études Économiques (I.N.S.E.E.), Nationwide Anglia Building Society, The Economic and Social Research Institute (ESRI), US Office of Federal Housing Enterprise Oversight: alle Angaben über Thomson Financial Datastream; BIS (Bank for International Settlement) Berechnungen auf der Basis nationaler Daten; EZB (2006b); eigene Berechnungen.

[4] Wichtige Ausnahmen sind freilich Japan und Deutschland, wo die Immobilienpreise seit Jahren nach unten gehen.

Im Verlauf dieses Jahres hat sich die Entwicklung an den Immobilienmärkten differenziert. Während die Preise an den Boommärkten im Euroraum weiter deutlich zulegten, flachte sich der Anstieg der Immobilienpreise in den Vereinigten Staaten mit dem Ende der geldpolitischen Anregungen stark ab. Zuletzt lagen hier die Preise für bestehende Einfamilienhäuser im nationalen Durchschnitt nur noch wenig höher als ein Jahr zuvor. Für den Prognosezeitraum erwarten wir, dass sich im Zuge der weiteren Zinsanhebungen durch die EZB der Immobilienpreisanstieg auch im Euroraum merklich verlangsamt. Einen Einbruch der Immobilienpreise halten wir jedoch bei dem von uns unterstellten Zinspfad weder für die Vereinigten Staaten noch für den Euroraum für wahrscheinlich. Vielmehr stehen die Chancen für eine „weiche Landung“ gut, wie sie im Vereinigten Königreich nach der monetären Straffung in den Jahren 2003/04 zu verzeichnen war: Mit moderaten Zinsanhebungen war es dort gelungen, die zuvor sehr starke Inflation am Immobilienmarkt zu brechen, ohne eine Rezession zu verursachen.

An den Aktienmärkten ist es im Frühjahr – nach kräftigen Kursanstiegen zuvor – zu einer Korrektur gekommen (Abbildung 18). Hierzu hat nicht zuletzt beigetragen, dass sich angesichts der überraschend starken weltwirtschaftlichen Aktivität, drastischen Preisanstiegen an den Rohstoffmärkten und zunehmender allgemeiner Inflationsrisiken eine raschere und stärkere Straffung der Geldpolitik abzeichnete, als

Abbildung 18:
Aktienkurse in großen Industrieländern 1998–2006



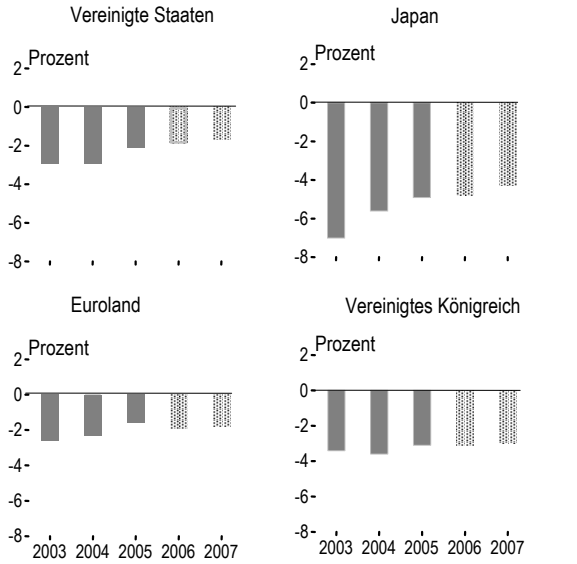
Quelle: Thomson Financial, Datastream.

zuvor erwartet worden war. Im Sommer stabilisierten sich die Rohstoffpreise, und es mehrten sich die Anzeichen für eine bevorstehende konjunkturelle Abkühlung in den Industrieländern, so dass die Zinsängste an den Finanzmärkten nachließen und die Aktienkurse in den vergangenen Wochen wieder aufwärts gerichtet waren. Gleichwohl haben sich die monetären Rahmenbedingungen vonseiten der Aktienmärkte im vergangenen halben Jahr wohl verschlechtert. Hierfür spricht auch, dass es im Frühjahr zu Finanzmarktturbulenzen in einer Reihe von Emerging Markets kam. Diese hatten zwar unmittelbar nur eine geringe weltwirtschaftliche Bedeutung, da sie nur kurze Zeit anhielten und sich auf wenige Länder beschränkten.[5] Sie können aber als Indikator dafür gelten, dass das Risikobewusstsein an den Finanzmärkten wieder höher geworden ist.

Kurs der Finanzpolitik annähernd neutral

Die Konjunktur in den Industrieländern wird im Prognosezeitraum von der Finanzpolitik nur wenig beeinflusst. In den *Vereinigten Staaten* ist ein erheblicher Teil der für das laufende Haushaltsjahr zu erwartenden Rückführung des Defizits des Bundes von 2,6 auf 2,1 Prozent konjunkturell bedingt. Vor allem die Steuereinnahmen sprudeln dank weiter gestiegener Gewinne und einer beschleunigten Zunahme der Einkommen kräftig. Das strukturelle Budgetdefizit wird nur leicht abnehmen (Abbildung 19). Im kommenden Jahr wirkt die sich verschlechternde Konjunktur einer weiteren Rückführung des Haushaltsdefizits entgegen; die Finanzpolitik ist bei einer geplanten Halbierung des Ausgabenanstiegs leicht restriktiv ausgerichtet.

Abbildung 19:
Struktureller Budgetsaldo in großen Industrieländern 2003–2007[a]



[a] In Relation zum Bruttoinlandsprodukt. 2006 und 2007: Prognose.

Quelle: OECD (2006b); US Department of the Treasury (2006); eigene Berechnungen.

In *Japan* macht die Konsolidierung der Staatsfinanzen trotz der guten Konjunktur nur langsam Fortschritte. Eine längerfristige Strategie zur Wiederherstellung solider finanzieller Grundlagen des Staates befindet sich zurzeit im Prozess der Verabschiedung. Demnach soll der Schwerpunkt bei der Rückführung des Budgetdefizits auf Ausgabenkürzungen liegen und nicht auf Steuererhöhungen. So ist eine Anhebung der Mehrwertsteuer im nächsten Jahr nicht mehr wahrscheinlich. Ausgabenkürzungen im erforderlichen Ausmaß erscheinen freilich unwahrscheinlich. Zum einen ist das Niveau der Investitionen in die staatliche Infrastruktur schon stark verringert worden. Zum anderen wären bereits deutliche Einschnitte der Ansprüche an das Sozialsystem nötig, nur um einen Anstieg der Ausgaben für Rente, Gesundheit und Pflege zu verhindern. Deshalb ist auf längere Sicht wohl doch eine nennenswerte Verbreiterung der Steuerbasis und/oder eine Anhebung der Steuersätze zu erwarten, soll das Ziel bis zum Jahr 2010 einen Primärüberschuss zu erreichen, nicht aus dem Auge verloren werden. Im laufenden und im kommenden Jahr

[5] Betroffen waren vor allem Länder mit hohen Leistungsbilanzdefiziten, insbesondere Ungarn und die Türkei, wo die Aktienkurse einbrachen und die Währungen stark abwerteten, sowie eine Reihe von Märkten im Nahen Osten und in Nordafrika, wo eine durch die Öleinnahmen gespeiste Aktienblase platzte.

wird die Finanzpolitik aber wohl nur leicht restriktiv sein.

Auch in *Euroland* kommt die Rückführung des strukturellen Fehlbetrags in den öffentlichen Haushalten kaum voran. Nach einem deutlichen Rückgang im vergangenen Jahr steigt das konjunkturbereinigte Defizit in diesem Jahr wohl wieder etwas an; die zu erwartende Abnahme des tatsächlichen Defizits ist allein der guten Konjunktur geschuldet. In einer Reihe von Ländern, die zuvor das fiskalische Ziel eines ausgeglichenen oder positiven strukturellen Budgetsaldos bereits erreicht hatten, so in Irland, Belgien, Finnland und den Niederlanden, wurden expansive Maßnahmen ergriffen. In den meisten übrigen Ländern war die Veränderung des strukturellen Saldos nur gering. Lediglich in Portugal und in Griechenland, wo die fiskalische Position besonders ungünstig war, kam es zu erheblichen Konsolidierungsanstrengungen. Im kommenden Jahr wird die Finanzpolitik nur wenig restriktiv ausgerichtet sein. Zwar wird das strukturelle Defizit in Deutschland und auch in Italien wohl spürbar zurückgehen;[6] in Euroland insgesamt ändert es sich allerdings kaum.

Im *Vereinigten Königreich* wird die Regierung angesichts der Ambitionen des Schatzkanzlers auf den Posten des Premierministers im Prognosezeitraum wohl auf nennenswerte Abgabenerhöhungen verzichten. Der Ausgabenanstieg dürfte allenfalls die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts erreichen, da es andernfalls zu einer Verletzung der Haushaltsregel käme, nach der konsumtive Ausgaben – über einen vollständigen Konjunkturzyklus hinweg – nicht über Schulden finanziert werden dürfen.[7] Insgesamt wirkt die Finanzpolitik im Vereinigten Königreich in diesem und im nächsten Jahr neutral.

Ausblick: Allmähliche Abschwächung der weltwirtschaftlichen Dynamik

Die weltweite Straffung der geldpolitischen Zügel hat bereits begonnen Wirkung zu zeigen, und wir erwarten, dass sich das Tempo der weltwirtschaftlichen Expansion in diesem und im nächsten Jahr verringert. Zu einem ausgeprägten konjunkturellen Einbruch dürfte es nach unserer Einschätzung allerdings nicht kommen. Den bremsenden Faktoren – insbesondere einer als Resultat der gestiegenen Zinsen zu erwartende Abflachung des Anstiegs der Immobilienpreise und eine damit zusammenhängende Anpassung der Sparneigung der privaten Haushalte, vor allem in den Vereinigten Staaten – steht dank hoher Kapazitätsauslastung und einer ausgesprochen günstigen finanziellen Situation der Unternehmen ein robustes Investitionsklima gegenüber. Hinzu kommt, dass die von der fortschreitenden Globalisierung der Produktionsprozesse ausgehenden Anregungen für die Weltproduktion weiter fühlbar sein werden. Für die Prognose ist ein Ölpreis angenommen, der sich auf dem Niveau von 70 US-Dollar stabilisiert (vgl. Tabelle 1). Die Wechselkurse von Euro und Yen gegenüber dem US-Dollar verändern sich annahmegemäß nicht.

Bestimmend für die Abschwächung der Weltkonjunktur ist die Entwicklung in den *Vereinigten Staaten*. Wir erwarten, dass die Expansion des realen Bruttoinlandsprodukts im zweiten Halbjahr und im kommenden Jahr geringer ausfällt als das Wachstum des Produktionspotentials. Maßgeblich hierfür ist eine spürbar verlangsamte Ausweitung des privaten Konsums (Tabelle 2). Die real verfügbaren Einkommen steigen bei nachlassendem Beschäftigungsaufbau in verringertem Tempo, und diese Entwicklung dürfte im Prognosezeitraum nicht durch eine weitere Rückführung der Ersparnis kompensiert werden. Vielmehr dürfte die Sparquote der privaten Haushalte tendenziell zunehmen angesichts der Tatsache, dass der Vermögenszuwachs durch die Höherbewertung von Immobilien, der die Konsumneigung in den vergangenen Jahre erheblich erhöht hatte, wohl zunächst zum Ende gekommen ist. Die Abküh-

[6] Zur Darstellung und Bewertung der Finanzpolitik in Deutschland siehe den Beitrag „Konjunktureller Höhepunkt in Deutschland wird überschritten“ in diesem Heft.

[7] Die Regierung hat sich kürzlich durch eine Neudatierung des Konjunkturzyklus auf den Zeitraum 1997/98 bis 2008/09 einen gewissen Spielraum geschaffen.

lung am Immobilienmarkt zeigt sich auch in der Aktivität im Wohnungsbau, wo Baugenehmigungen und Auftragseingänge darauf hinweisen, dass sich der Rückgang fortsetzen wird. Bei den Unternehmensinvestitionen deuten hingegen die Indikatoren auf eine zunächst weiter kräftige Zunahme hin. Bei hoher Kapazitätsauslastung, hohen Gewinnen und immer noch günstigen Finanzierungsbedingungen bleibt die Investitionstätigkeit über den gesamten Prognosezeitraum deutlich aufwärts gerichtet. Stützend wirkt überdies eine kaum nachlassende Nachfrage aus dem Ausland, die dazu führt, dass der Wachstumsbeitrag des realen Außenbeitrags im kommenden Jahr zum ersten Mal seit 1995 leicht positiv ist. Bei alledem steigt die Arbeitslosenquote im Verlauf allmählich an. Die Inflation geht mit Abklingen des Energiepreisanstieges deutlich zurück.

Tabelle 2:
Eckdaten zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2004–2007

	2004	2005	2006[a]	2007[a]
Bruttoinlandsprodukt[b]	3,9	3,2	3,5	2,7
Inlandsnachfrage[b]	4,4	3,3	3,3	2,4
Privater Verbrauch	3,9	3,5	2,9	2,3
Staatsnachfrage	1,9	0,9	2,4	2,0
Anlageinvestitionen	7,3	7,5	4,6	3,0
Ausrüstungen und Software	7,3	8,9	7,2	6,0
Gewerbliche Bauten	2,2	1,1	6,8	2,2
Wohnungsbau	9,9	8,6	–0,6	–2,0
Lagerinvestitionen[c]	0,4	–0,3	0,3	0,0
Außenbeitrag[c]	–0,7	–0,3	0,0	0,1
Exporte	9,2	6,8	8,4	6,9
Importe	10,8	6,1	5,8	3,8
Verbraucherpreise	2,7	3,4	3,6	2,5
Arbeitslosenquote[d]	5,5	5,1	4,7	4,8
Leistungsbilanzsaldo[e]	–5,7	–6,4	–6,5	–6,2
Budgetsaldo des Bundes[e]	–3,4	–2,6	–2,1	–2,3

[a]Prognose. — [b]Real. — [c]Veränderung in Prozent des realen Bruttoinlandsprodukts des Vorjahres. — [d]In Prozent der Erwerbspersonen. — [e]In Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: US Department of Commerce (2006); US Department of Labor (2006a, 2006b); US Department of the Treasury (2006); eigene Berechnungen und Prognosen.

In *Japan* setzt sich der konjunkturelle Aufschwung im Prognosezeitraum fort. Für das zweite Halbjahr 2006 erwarten wir einen recht kräftigen Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion, der weiterhin vor allem von der Binnennachfrage getragen wird, deren Zuwachs sich auch im weiteren Prognosezeitraum kaum verlangsamt. Auch im kommenden Jahr steigt der private Verbrauch als Folge spürbarer Realeinkommenszuwächse deutlich. Kräftige Produktivitätszuwächse lassen dabei den Anstieg der Unternehmensgewinne intakt, so dass die Investitionen in nur wenig verringertem Tempo weiter ausgedehnt werden (Tabelle 3). Der Produktionsanstieg dürfte auch im Verlauf des Jahres 2007 über das Wachstum des Produktionspotentials hinausgehen; die Arbeitslosigkeit geht weiter zurück. Die Verbraucherpreise werden allmählich deutlicher steigen.

Tabelle 3:
Eckdaten zur Konjunktur in Japan 2004–2007

	2004	2005	2006[a]	2007[a]
Bruttoinlandsprodukt[b]	2,3	2,6	2,8	2,6
Privater Verbrauch	1,9	2,1	1,9	2,1
Staatskonsum	2,0	1,7	0,5	1,3
Anlageinvestitionen	1,1	3,6	5,3	5,2
Unternehmensinvestitionen	4,7	7,8	9,9	7,9
Wohnungsbau	2,0	–0,7	1,4	2,8
Öffentliche Investitionen	–8,8	–5,9	–7,2	–3,5
Lagerinvestitionen[c]	–0,2	0,1	–0,1	–0,2
Außenbeitrag[c]	0,8	0,3	0,5	0,0
Exporte	13,9	7,0	9,8	5,8
Importe	8,5	6,3	7,3	7,1
Inlandsnachfrage[b]	1,5	2,4	2,3	2,6
Verbraucherpreise	0,0	–0,3	0,3	0,7
Arbeitslosenquote[d]	4,7	4,4	4,1	3,8
Leistungsbilanzsaldo[e]	3,7	3,6	4,2	4,0
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo[e]	–6,3	–5,2	–4,8	–4,0

[a]Prognose. — [b]Real. — [c]Veränderung in Prozent des realen Bruttoinlandsprodukts des Vorjahres. — [d]In Prozent der Erwerbspersonen. — [e]In Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Cabinet Office (2006); OECD (2006a, 2006b); eigene Berechnungen und Prognosen.

Im *Euroraum* wird die konjunkturelle Expansion im weiteren Verlauf dieses Jahres kräftig bleiben, doch dürfte der Höhepunkt bei den Zuwachsraten des realen Bruttoinlandsprodukts vor dem Hintergrund einer schwächer werdenden Auslandskonjunktur, eines höher

bewerteten Euro und gestiegener Zinsen inzwischen erreicht sein. Im kommenden Jahr wird sich das konjunkturelle Fahrttempo nochmals verlangsamen. So werden die Anregungen von der Außenwirtschaft weiter nachlassen. Aber auch die Expansion der Inlandsnachfrage dürfte sich als Folge der strafferen Geldpolitik und einer insgesamt leicht dämpfenden Finanzpolitik leicht abschwächen. Nachdem die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung im laufenden Jahr kräftig steigt, wird das reale Bruttoinlandsprodukt im Jahresverlauf 2007 geringfügig langsamer zunehmen als das Produktionspotential, dessen Wachstumsrate wir auf knapp 1¾ Prozent schätzen. Für den Jahresdurchschnitt erwarten wir aber einen Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um 2 Prozent (Tabelle 4). Die Arbeitslosigkeit wird gleichwohl weiter zurückgehen. Die Inflation fällt trotz des Abklingens der Effekte des Ölpreisanstiegs nicht unter 2 Prozent, wofür nicht zuletzt die Mehrwertsteuererhöhung in Deutschland verantwortlich ist.

Tabelle 4:
Eckdaten zur Konjunktur in Euroland 2004–2007

	2004	2005	2006[a]	2007[a]
Bruttoinlandsprodukt[b]	1,7	1,4	2,7	2,0
Inlandsnachfrage[b]	1,6	1,7	2,4	1,9
Privater Verbrauch	1,3	1,4	1,8	1,3
Staatsverbrauch	1,1	1,4	2,0	1,5
Anlageinvestitionen	1,7	2,8	4,7	3,8
Vorratsveränderungen[c,d]	0,2	0,0	–0,1	0,0
Außenbeitrag[d]	0,1	–0,3	0,3	0,1
Exporte[b]	6,3	4,5	8,7	4,6
Importe[b]	6,2	5,5	8,1	4,5
Verbraucherpreise[e]	2,1	2,2	2,2	2,0
Arbeitslosenquote[f]	8,9	8,5	7,8	7,5
Leistungsbilanzsaldo[g]	0,6	–0,3	–0,7	–0,6
Budgetsaldo[g]	–2,8	–2,4	–2,2	–2,0

[a]Prognose. — [b]Real; Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. — [c]Privater Sektor. — [d]Beitrag zur Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt. — [e]Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI); Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — [f]In Prozent der Erwerbspersonen. — [g]In Prozent des nominalen Bruttoinlandsproduktes.

Quelle: Eurostat (2006); eigene Berechnungen und Prognosen.

Im *Vereinigten Königreich* geht das Tempo des Produktionsanstiegs auf Raten zurück, die in etwa dem Wachstum des Produktionspotentials entsprechen. Die geldpolitische Straffung wird allmählich ihre Wirkung entfalten. Dabei büßen vor allem der private und der staatliche Konsum an Dynamik ein, während sich der Anstieg der Investitionen in nur wenig verlangsamtem Tempo fortsetzt. Angesichts der nachlassenden Weltkonjunktur kommen auch vom Außenhandel keine nennenswerten Impulse. (Tabelle 5).

Tabelle 5:
Eckdaten zur Konjunktur im Vereinigten Königreich 2004–2007

	2004	2005	2006[a]	2007[a]
Bruttoinlandsprodukt[b]	3,3	1,9	2,7	2,5
Inlandsnachfrage[b]	3,8	1,8	2,8	2,5
Privater Verbrauch[b]	3,5	1,3	2,4	2,4
Staatsverbrauch[b]	3,2	2,6	2,3	2,5
Anlageinvestitionen[b]	6,0	3,0	5,0	3,7
Vorratsveränderungen[c]	0,1	–0,1	–0,1	–0,2
Außenbeitrag[c]	–0,2	0,0	–0,1	0,0
Exporte[b]	4,9	6,5	14,0	5,4
Importe[b]	6,6	5,9	13,4	5,0
Verbraucherpreise[d]	1,3	2,1	2,1	1,9
Arbeitslosenquote[e]	4,7	4,7	5,3	5,2
Leistungsbilanzsaldo[f]	–2,0	–2,6	–2,5	–2,3
Budgetsaldo	–3,3	–3,5	–3,4	–3,2

[a]Prognose. — [b]Real; Veränderung gegenüber Vorjahr in Prozent. — [c]Beitrag zur Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt. — [d]Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — [e]In Prozent der Erwerbspersonen. — [f]In Prozent des nominalen Bruttoinlandsproduktes.

Quelle: Office for National Statistics (2006); eigene Prognosen.

In den *neuen Mitgliedsländern* der Europäischen Union schwächt sich der zuletzt sehr kräftige Produktionsanstieg etwas ab, er bleibt aber hoch (Tabelle 6). Die Ausfuhr expandiert im Einklang mit der konjunkturellen Entwicklung im Euroraum zunächst noch sehr kräftig, der Zuwachs schwächt sich im kommenden Jahr aber deutlich ab. Die Binnennachfrage nimmt hingegen zumeist kaum gebremst zu, erst im späteren Verlauf des kommenden Jahres wird eine allmähliche geldpolitische Straffung sichtbar. In den Ländern, die eine eigen-

Tabelle 6:
Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den EU-Ländern 2005, 2006 und 2007

	Gewicht[a]	Bruttoinlandsprodukt[b]			Verbraucherpreise[b,c]			Arbeitslosenquote[d]		
		2005	2006[e]	2007[e]	2005	2006[e]	2007[e]	2005	2006[e]	2007[e]
Deutschland	20,9	0,9	2,4	1,0	1,9	1,8	2,3	9,5	8,2	7,6
Frankreich	15,7	1,2	2,6	2,3	1,9	1,8	1,6	9,7	9,1	8,9
Italien	13,2	0,0	1,8	1,4	2,2	2,2	1,8	7,7	7,4	7,3
Spanien	8,4	3,5	3,8	3,4	3,4	3,7	3,5	9,2	8,4	8,1
Niederlande	4,7	1,5	3,0	2,7	1,5	1,7	1,6	4,7	4,1	4,2
Belgien	2,8	1,2	2,5	2,0	2,5	2,4	2,0	8,4	8,0	7,8
Österreich	2,3	2,0	3,1	2,1	2,1	1,8	1,6	5,2	4,8	4,6
Griechenland	1,7	3,7	3,8	3,0	3,5	3,6	3,5	9,8	9,3	9,4
Irland	1,5	5,5	5,0	4,5	2,2	3,5	3,5	4,3	4,2	4,2
Finnland	1,4	2,9	4,3	3,5	0,8	1,3	1,2	8,4	7,8	7,5
Portugal	1,4	0,4	1,2	1,6	2,1	2,5	1,8	7,6	7,8	7,9
Luxemburg	0,3	4,0	4,0	3,5	3,8	3,5	3,5	4,5	5,0	5,0
Vereinigtes Königreich	16,4	1,9	2,7	2,5	2,1	2,1	1,9	4,7	5,3	5,2
Schweden	2,7	2,7	4,0	2,7	0,8	1,5	1,6	7,8	6,2	6,1
Dänemark	1,9	3,2	3,2	2,5	1,7	2,0	1,7	4,8	4,4	4,2
Polen	2,2	3,2	4,7	4,5	2,2	1,4	2,0	17,7	16,5	15,7
Tschechien	0,9	6,0	6,4	5,0	1,6	2,5	2,5	7,9	7,5	7,2
Ungarn	0,8	4,1	4,4	3,5	3,5	5,5	2,8	7,2	7,0	7,0
Slowakei	0,3	6,1	5,8	5,0	2,8	5,2	4,0	16,3	15,1	14,5
Slowenien	0,2	3,9	4,8	4,0	2,5	2,4	2,5	6,5	6,5	6,2
Litauen	0,1	7,5	7,5	6,5	2,7	4,0	4,0	8,3	7,5	7,0
Zypern	0,1	3,8	3,5	3,5	2,0	2,5	2,3	5,3	5,5	5,5
Lettland	0,1	10,2	11,0	8,0	6,9	7,0	7,0	8,9	8,0	7,5
Estland	0,1	9,8	9,0	7,0	4,1	4,5	4,5	7,9	6,5	6,2
Malta	0,0	2,4	3,0	2,0	2,5	3,0	2,5	7,3	7,5	7,5
Europäische Union 25	100,0	1,7	2,8	2,2	2,1	2,2	2,1	8,8	8,2	7,9
Nachrichtlich:										
Europäische Union 15	95,1	1,5	2,7	2,1	2,1	2,2	2,1	7,8	7,3	7,0
Neue Mitgliedsländer	4,9	4,5	5,3	4,6	2,5	2,8	2,6	13,3	12,4	11,9
Euroland	74,1	1,4	2,7	2,0	2,2	2,2	2,1	8,5	7,8	7,5
Euroland ohne Deutschland	53,3	1,6	2,8	2,4	2,3	2,3	2,1	8,1	7,6	7,4

[a]Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2005 (Prozent). — [b]Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent).— [c]Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — [d]Standardisierte Arbeitslosenquote (Prozent) nach dem ILO-Konzept. Ländergruppen gewichtet auf der Grundlange der Erwerbspersonenzahl von 2005. — [e]Prognose.

Quelle: Eurostat (2006); OECD (2006a); eigene Berechnungen und Prognosen.

ständige Geldpolitik betreiben, sind lediglich in Ungarn die Zinsen im Gefolge der Finanzmarktturbulenzen bereits um die Mitte dieses Jahres spürbar angehoben worden. Dies und die dämpfenden Einflüsse der gleichzeitigen deutlichen Abwertung auf privaten Konsum und Investitionen lassen eine vergleichsweise starke Dämpfung der Konjunktur in Ungarn erwarten. Alles in allem bleibt der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts in den neuen Mitgliedsländern mit 4,6 Prozent im nächsten Jahr aber kräftig. Dennoch erwarten wir angesichts eines hohen Potentialwachstums und des Fortfalls der inflationstreibenden Effekte vom Ölpreis keine deutliche Beschleunigung der Inflation.

Tabelle 7:
Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Industrieländern 2005, 2006 und 2007

	Gewicht[a]	Bruttoinlandsprodukt[b]			Verbraucherpreise[b,c]			Arbeitslosenquote[d]		
		2005	2006[e]	2007[e]	2005	2006[e]	2007[e]	2005	2006[e]	2007[e]
Euroland	30,8	1,4	2,7	2,0	2,2	2,2	2,1	8,5	7,8	7,5
Europäische Union 25	41,6	1,7	2,8	2,2	2,1	2,2	2,1	8,8	8,2	7,9
Schweiz	1,1	1,9	2,7	2,0	1,2	1,3	1,1	4,5	3,9	3,5
Norwegen	0,9	2,3	3,0	3,0	1,5	2,4	2,5	4,6	3,5	3,5
West- und Mitteleuropa	43,6	1,7	2,8	2,2	2,1	2,2	2,1	8,7	8,1	7,8
Vereinigte Staaten	38,5	3,2	3,5	2,7	3,4	3,6	2,5	5,1	4,7	4,8
Japan	14,4	2,6	2,8	2,6	–0,3	0,3	0,7	4,4	4,1	3,8
Kanada	3,4	3,1	3,3	3,0	2,2	2,2	2,0	6,8	6,2	6,2
Länder insgesamt	100,0	2,5	3,1	2,5	2,3	2,5	2,0	6,8	6,3	6,1

[a]Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2005 (Prozent). — [b]Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — [c]West– und Mitteleuropa (außer Schweiz): Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — [d]Standardisierte Arbeitslosenquote (Prozent) nach dem ILO–Konzept. Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2004. — [e]Prognose.

Quelle: Eurostat (2006); OECD (2006a); Statistics Canada (2006); eigene Berechnungen und Prognosen.

Für die *Industrieländer* insgesamt ergibt sich in diesem Jahr ein Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um 3,1 Prozent (Tabelle 7). Im kommenden Jahr geht der Zuwachs voraussichtlich auf 2,5 Prozent zurück, eine Rate, die geringfügig unter der Rate des mittelfristigen Trends liegt. Der Verbraucherpreisauftrieb verringert sich im kommenden Jahr leicht, die Arbeitslosenquote sinkt nur noch wenig.

Für die Produktion in den *Schwellenländern* ist ebenfalls mit einer allmählichen Verlangsamung des zuletzt sehr raschen Expansionstempos zu rechnen. Die Konjunktur in vielen dieser Länder wird von der Verlangsamung des Nachfrageanstiegs in den Vereinigten Staaten spürbar gedämpft. Dies gilt zum einen für Lateinamerika, wo allerdings die anregenden Wirkungen der hohen Rohstoffpreise und die dadurch angeregten Investitionsaktivitäten ein Gegengewicht bilden. In der Folge geht die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts in den meisten Ländern nur wenig zurück (Tabelle 8). Auch die Konjunktur in den asiatischen Schwellenländern weist historisch einen recht engen Konjunkturzusammenhang mit der US-Konjunktur auf. In den meisten Ländern ist überdies die Geldpolitik im vergangenen halben Jahr gestrafft worden. Insbesondere in China ist die Regierung um eine Dämpfung der überschäumenden Konjunktur bemüht, wobei zu einer merklichen Zinserhöhung nach wie vor administrative, auf sektorale und regionale Entwicklungen gezielte Maßnahmen treten. So erwarten wir für den Prognosezeitraum ein allmähliches Abebben des Booms in China und eine merkliche Verlangsamung des Produktionsanstiegs im übrigen asiatischen Raum.

Alles in allem erwarten wir eine Zunahme der Weltproduktion von 5 Prozent in diesem und von 4,4 Prozent im nächsten Jahr (Tabelle 9). Die weltwirtschaftliche Kapazitätsauslastung nimmt damit im nächsten Jahr wohl nochmals leicht zu. Der Welthandel dürfte in diesem Jahr um 8,5 Prozent und im nächsten Jahr um rund 7 Prozent zulegen.

Tabelle 8:
Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in ausgewählten Schwellenländern und jungen Industrieländern 2004–2007

	Gewicht[a]	Bruttoinlandsprodukt[b]				Verbraucherpreise[b]			
		2004	2005	2006[c]	2007[c]	2004	2005	2006[c]	2007[c]
Südkorea	6,3	4,7	3,9	5,0	4,2	3,6	2,8	2,5	2,5
Indonesien	4,9	5,1	5,5	5,0	5,0	6,1	10,5	14,5	12,0
Taiwan	3,6	5,7	3,9	4,4	3,8	1,6	2,0	1,5	1,5
Thailand	3,1	6,1	4,7	5,5	5,0	2,8	4,5	4,6	4,0
Philippinen	2,3	6,0	4,8	5,2	4,2	6,0	7,7	6,5	6,5
Malaysia	1,6	7,1	5,3	5,5	5,0	1,4	3,0	3,5	2,5
Hongkong	1,3	8,2	6,0	6,5	4,5	–0,4	1,2	2,0	2,0
Singapur	0,7	8,4	5,0	7,5	5,0	1,7	0,8	1,5	1,5
Insgesamt[d]	23,8	5,7	4,7	5,2	4,5	3,5	4,8	5,7	5,1
China	44,6	10,1	9,9	10,2	9,4	3,9	1,8	1,4	2,0
Asien insgesamt[d]	68,4	8,7	8,3	8,7	7,9	3,8	2,8	2,8	3,3
Brasilien	8,9	4,9	2,6	3,6	3,5	6,6	6,3	4,5	4,0
Mexiko	6,1	4,4	3,0	3,4	3,2	4,7	4,0	4,2	3,5
Argentinien	2,9	9,0	8,7	6,5	5,0	4,4	9,7	11,5	10,0
Kolumbien	1,9	4,0	4,7	4,0	4,0	5,9	5,0	4,5	4,5
Chile	1,1	6,1	6,0	5,5	5,0	1,1	2,9	3,0	3,0
Peru	0,9	4,8	6,0	6,5	4,5	3,7	1,6	2,0	2,0
Venezuela	0,8	17,9	8,8	8,5	6,0	21,7	16,0	14,0	12,0
Lateinamerika insgesamt[d]	22,7	5,8	4,1	4,7	3,9	6,0	6,1	5,6	4,9
Russland	8,9	7,2	6,4	5,7	5,7	11,0	12,5	11,0	12,5
Insgesamt[d]	100,0	8,0	7,3	7,6	6,9	4,8	4,3	4,1	4,4

[a]Gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2005 nach Kaufkraftparitäten (Prozent). — [b]Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — [c]Prognose. — [d]Aufgeführte Länder.

Quelle: IMF (2006); OECD (2006a); nationale Statistiken; eigene Berechnungen und Prognosen.

Tabelle 9:
Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2004–2007

	Bruttoinlandsprodukt[a]				Verbraucherpreise[a]			
	2004	2005	2006[b]	2007[b]	2004	2005	2006[b]	2007[b]
Weltwirtschaft	5,3	4,6	5,0	4,4	3,3	3,5	3,5	2,8
darunter:								
Industrieländer	3,3	2,5	3,1	2,5	2,0	2,3	2,5	2,0
Ostasien[c]	5,7	4,7	5,2	4,5	3,6	5,0	5,8	5,1
China	10,1	9,9	10,2	9,4	3,9	1,8	1,5	2,5
Lateinamerika	5,8	4,1	4,7	3,9	6,0	6,1	5,6	4,9
Russland	7,2	6,4	5,7	5,7	11,0	12,5	11,0	12,5
Nachrichtlich:								
Welthandelsvolumen	10,4	7,6	8,5	7,0	.	.	.	.

. Keine Angabe.

[a]Gewichtet gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2005 nach Kaufkraftparität, Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — [b]Prognose. — [c]Ohne China und Japan.

Quelle: IMF (2006); OECD (2006a); eigene Berechnungen und Prognosen.

Risiken für die Konjunktur

Es ist möglich, dass sich unsere Prognose einer moderaten konjunkturellen Abkühlung der Weltwirtschaft mit einer nur leichten Abnahme der gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung in den Industrieländern als zu optimistisch erweist. Insbesondere vom Ende des Preisanstiegs am Immobilienmarkt und dem rekordhohen Leistungsbilanzdefizit in den Vereinigten Staaten gehen Risiken aus.

Für den Prognosezeitraum erwarten wir einen Fehlbetrag in der Leistungsbilanz der Vereinigten Staaten, der 2006 auf 6,5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt steigt und im kommenden Jahr nur leicht zurück geht (vgl. Tabelle 2). Es gibt eine Reihe von Gründen, die dafür sprechen, dass das Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten auch in dieser Höhe über längere Zeit aufrechterhalten werden kann (Stockman 2005), zumal sich auch in einem modelltheoretischen Rahmen die gegenwärtige weltweite Konstellation von Leistungsbilanzdefiziten und -überschüssen sowie die tatsächlich beobachtete Wechselkursentwicklung nachvollziehen lassen (Caballero et al. 2006).[8] Dennoch wird ein Defizit in dieser Höhe von vielen Beobachtern als nicht nachhaltig angesehen (Obstfeld und Rogoff 2005, Freund und Warnock 2005), so dass über kurz oder lang mit einer Korrektur zu rechnen sei. Auslöser könnte dabei sein, dass die Anleger nicht mehr bereit sind, im erforderlichen Ausmaß amerikanische Werte in ihre Portfolios aufzunehmen, beispielweise weil sie wechselkursbedingte Vermögensverluste befürchten. In einem solchen Fall wären wohl eine drastische Abwertung des US-Dollar sowie ein spürbarer Anstieg der langfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten die Folge. Bei einer solchen Entwicklung würde die Inlandsnachfrage in den Vereinigten Staaten wesentlich stärker gedämpft und die Weltwirtschaft insgesamt würde sich wohl erheblich stärker abkühlen als in unserer Prognose.

Ein weiteres Risiko besteht in der Situation am Immobilienmarkt in den Vereinigten Staaten, wo offenbar eine Abkühlung eingesetzt hat, deren Stärke sich zurzeit schwer beurteilen lässt. Zum einen könnte sich der Preisanstieg stärker abflachen als von uns erwartet, oder es könnte sogar zu einem Preisrückgang kommen. Dies wäre insbesondere dann wahrscheinlich, wenn die langfristigen Zinsen spürbar steigen würden, weil Immobilien dann aus fundamentaler Sicht überbewertet wären (OECD 2005). Schwächere Immobilienpreise hätten über die damit verbundenen Vermögenseffekte einen zusätzlichen dämpfenden Einfluss auf den privaten Konsum. Zum anderen besteht die Gefahr, dass die Aktivität im Wohnungsbau erheblich stärker zurückgeht, als wir erwarten. Der Anteil der Wohnungsbauinvestitionen ist von 4,5 Prozent im Jahr 2001 auf 5,5 Prozent im vergangenen Jahr gestiegen. Gleichzeitig sind in großem Umfang Arbeitsplätze entstanden – der Anteil der Beschäftigten im Bausektor an den gesamten Beschäftigten ist von 5,2 Prozent auf 5,5 Prozent gestiegen – und die damit entstandenen Einkommen haben den privaten Konsum angeregt. Ein rascher Rückgang der Wohnungsbauinvestitionen in Relation zum Bruttoinlandsprodukt auf die vor diesem Aufschwung gewohnten Relationen würde den Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts empfindlich dämpfen, mit spürbaren Folgen für die Weltkonjunktur. Allerdings halten wir eine solche Entwicklung gegenwärtig für wenig wahrscheinlich; vielmehr erwarten wir, dass die Investitionsquote bei dem unterstellten anhaltend niedrigen Niveau der langfristigen Zinsen nur allmählich sinkt und auf relativ hohem Niveau bleibt. Aber auch hier stiege die Wahrscheinlichkeit einer deutlich ungünstigeren Entwicklung mit höheren Zinsen deutlich an.

[8] Für eine ausführlichere Diskussion der Problematik siehe Dovern et al. (2006).

Literatur

Bernanke, B.S. (2005). The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. Federal Reserve Board. 14. April. Washington D.C. Via Internet (1. September 2006) <http://www.federalre serve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050414/default.htm>

Caballero, R. J., E. Farhi und P.-O. Gourinchas (2006). An Equilibrium Model of "Global Imbalances" and Low Interest Rates. NBER Working Papers 11996. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.

Cabinet Office (2006). Quarterly Estimates of GDP. Via Internet (4. September 2006) <http:// www.esri.cao.go.jp/en/sna/menu.html>.

Dovern, J., K.-J. Gern, C.-P. Meier und J. Scheide (2006). Das Leistungsbilanzdefizit der USA: Ein großes Problem für die Weltwirtschaft? Kieler Diskussionsbeiträge. Institut für Weltwirtschaft, Kiel. In Vorbereitung.

Eurostat (2006). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.

EZB (Europäische Zentralbank) (2006a). *Monatsbericht*. September. Frankfurt am Main.

EZB (Europäische Zentralbank) (2006b). *Monatsbericht*. Juni. Frankfurt am Main.

Federal Reserve Bank of St. Louis (2006). Federal Reserve Economic Database. Via Internet (4. September 2006) <http://www.research.stlouisfed.org/fred/>.

Freund, C., und F. Warnock (2005). Current Account Deficits in Industrial Countries: The Bigger they Are, The Harder they Fall? Paper presented at the NBER Conference "G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment, Newport, June 1–2. Via Internet (12. September 2006) <http://www.nber.org/brooks/curracct/Freund-warnock11-14-15.pdf>

HWWA (Hamburgisches-Welt-Wirtschafts-Archiv) (2006). HWWA-Rohstoffpreisindex. Via Internet (04. September 2006) <http://www.hwwa.de/Forschung/Konjunktur/Rohstoffprei se/Ueber blick.htm>.

IMF (International Monetary Fund) (2006). *International Financial Statistics*. Februar. Washington, D.C.

National Bureau of Statistics of China (2006). National Accounts. Via Internet (4. September 2006) <http://www.stats.gov.cn/english/indicators/index.htm>

Obstfeld, M., und K.S. Rogoff (2005). Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments. *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 67–146.

OECD (2005). Recent House Price Developments: The Role of Fundamentals. *OECD Economic Outlook* 78. December. Paris.

OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2006a). *Main Economic Indicators*. August. Paris.

OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2006b). *Economic Outlook*. June. Paris.

Office for National Statistics (2006). Economy. Via Internet (11. September 2006) <http://www. statistics.gov.uk/default.asp>.

Statistics Canada (2006). *Canadian Economic Observer*. August. Ottawa.

Stockman, A.C. (2005). How I Learned to Stop Worrying and Love the Current Account Deficit. Shadow Open Market Committee. Rochester. April. Via Internet (1. September 2006) <http:// www.somc.rochester.edu/May05/Stockman.pdf>.

US Department of Commerce (2006). Bureau of Economic Analysis: National Economic Accounts. Via Internet (4. September 2006) <http://www.bea.gov/bea/dn/home/gdp.htm>.

US Department of Labor (2006a). Bureau of Labor Statistics. Employment Situation. Via Internet (4. September 2006) <http://www.bls.gov/news.release/empsit.toc.htm>.

US Department of Labor (2006b). Bureau of Labor Statistics. Consumer Price Indexes. Via Internet (4. September 2006) <http://www.bls.gov/cpi/home.htm>.

US Department of the Treasury (2006). Monthly Treasury Statement. Via Internet (4. September 2006) <http://fms.treas.gov/mts/index.html>.