

Dovern, Jonas et al.

Book Part — Published Version

Weltkonjunktur verliert an Fahrt

Provided in Cooperation with:

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

Suggested Citation: Dovern, Jonas et al. (2007) : Weltkonjunktur verliert an Fahrt, In: Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2007, Institut für Weltwirtschaft (IfW), Kiel, pp. 3-27

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/4093>

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.

Weltkonjunktur verliert an Fahrt

Jonas Dovern, Klaus-Jürgen Gern,
Carsten-Patrick Meier, Frank Oskamp,
Birgit Sander und Joachim Scheide

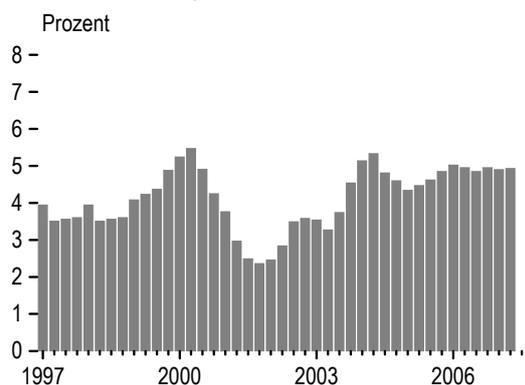
Zusammenfassung:

Die Weltwirtschaft befindet sich in einer Phase ausgesprochen rascher Expansion. Auch in der ersten Hälfte des Jahres 2007 nahm die Weltproduktion in hohem Tempo zu. Der weltwirtschaftliche Ausblick wird zurzeit allerdings durch die Probleme an den internationalen Finanzmärkten überschattet. Die Risiken für die Konjunktur haben sich in den vergangenen Wochen deutlich erhöht. Die Einschätzung der Situation wird dadurch erschwert, dass in den vergangenen Jahren neue Finanzmarktinstrumente starke Verbreitung gefunden haben und es keine Erfahrungen gibt, wie sich diese in einer Phase finanziellen Stresses auswirken. Doch gibt es gute Gründe davon auszugehen, dass der Vertrauensverlust der Akteure im Finanzsektor die Entwicklung in der Realwirtschaft nicht massiv beeinträchtigen wird. Auch ist angesichts stark verbesserter Rahmenbedingungen in den Schwellenländern mit einem Anhalten der raschen wirtschaftlichen Expansion außerhalb der Industrieländer zu rechnen. Wir haben unsere Prognose für das Wachstum der Weltwirtschaft im nächsten Jahr im Vergleich zu der vom vergangenen Juni daher nur wenig – von 4,7 auf 4,4 Prozent – gesenkt.

Die Weltwirtschaft befindet sich nach wie vor in einem kräftigen Aufschwung. In der ersten Hälfte des Jahres 2007 setzte sich der Zuwachs der Weltproduktion in hohem Tempo fort (Abbildung 1), die Konjunktur hat im Verlauf sogar noch an Schwung gewonnen. Dabei ist die Dynamik in den Entwicklungs- und Schwellenländern weiterhin ausgesprochen hoch, während die wirtschaftliche Aktivität in den Industrieländern seit einem Jahr nur noch in moderatem Tempo zunimmt. Der Welthandel expandierte in der ersten Jahreshälfte zwar recht verhalten (Abbildung 2), doch deuten die jüngsten Daten auf eine merkliche Beschleunigung im Sommer hin.

Der weltwirtschaftliche Ausblick wird zurzeit durch die Probleme an den internationalen Finanzmärkten überschattet. Die Einschätzung der Situation wird hier dadurch erschwert, dass in den vergangenen Jahren in großem Umfang neue Finanzmarktinstrumente eingeführt wurden, und es keine Erfahrungen darüber gibt, wie diese auf finanziellen Stress reagieren. Die Risiken für die Konjunktur haben sich in den vergangenen Wochen auf diese Weise deutlich erhöht, insbesondere haben sich die Aussichten für die Vereinigten Staaten eingetrübt. Doch es gibt gute Gründe davon auszugehen, dass der

Abbildung 1:
Reales Bruttoinlandsprodukt in der Welt 1997–2007^{a,b}

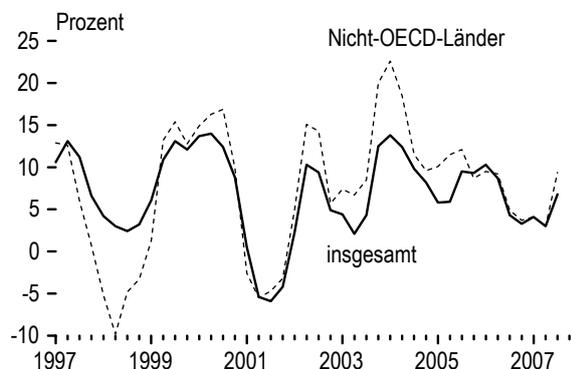


^aVeränderung gegenüber dem Vorjahr. — ^bGeschätzt auf der Basis der großen Industrieländer (USA, Japan, Euroland, Vereinigtes Königreich, Kanada) sowie großer Schwellenländer (China, Indien, Russland, Brasilien, Mexiko und Südkorea).

Quelle: OECD (2007b); eigene Berechnungen.

Weltkonjunktur verliert an Fahrt

Abbildung 2:
Welthandel 1997–2007^a



^aReal, Veränderung gegenüber dem Vorjahr. 3. Quartal 2007: Geschätzt auf Basis der Werte für Juli und August aus dem CPB World Trade Monitor.

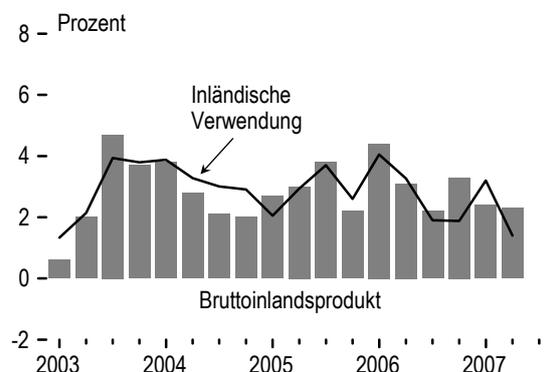
Quelle: OECD (2007b).

Vertrauensverlust der Akteure an den Finanzmärkten die Entwicklung in der Realwirtschaft nicht massiv beeinträchtigen wird.

Moderater Produktionsanstieg in den Industrieländern – nach wie vor kräftige Expansion in den Schwellenländern

Die gesamtwirtschaftliche Produktion in den *Industrieländern* insgesamt blieb zwar weiter aufwärts gerichtet, doch kann seit etwa einem Jahr nicht mehr von einer hohen konjunkturellen Dynamik gesprochen werden. In den G7-Ländern beläuft sich der Anstieg seit Mitte vergangenen Jahres – bei Schwankungen von Quartal zu Quartal (Abbildung 3) – auf 2,2 Prozent. Er ist damit etwas niedriger als die Wachstumsrate des Produktionspotentials, die bei 2 1/2 Prozent liegen dürfte. Maßgeblich für das geringere Tempo des Produktionsanstiegs zu Jahresbeginn war zunächst die konjunkturelle Verlangsamung in den Vereinigten Staaten; in Japan und in Europa blieb die Konjunktur bis zum Frühjahr kräftig. Im zweiten Quartal 2007 allerdings kehrte sich das Bild um: Während

Abbildung 3:
Konjunktur in den G7-Ländern 2003–2007^{a,b}



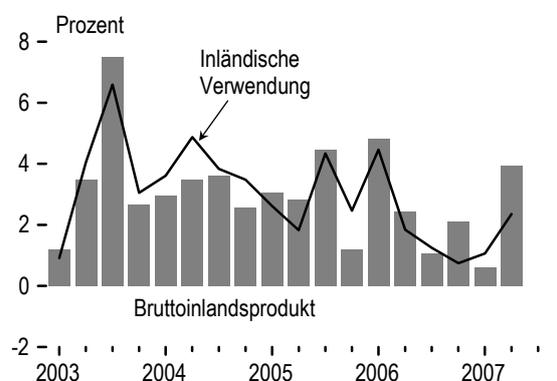
^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. — ^bVereinigte Staaten, Japan, Kanada, Deutschland, Frankreich, Italien und Vereinigtes Königreich.

Quelle: OECD (2007b); eigene Berechnungen.

die Produktion in den Vereinigten Staaten deutlich beschleunigt zunahm, geriet der Aufschwung in Japan und im Euroraum offenbar ins Stocken.

In den *Vereinigten Staaten* legte das reale Bruttoinlandsprodukt im Frühjahrsquartal mit einer laufenden Jahresrate von 4,0 Prozent zu; dies ist der stärkste Anstieg seit Anfang 2006 (Abbildung 4). Der Zuwachs ist jedoch primär als Gegenreaktion auf das sehr schwache erste Quartal und weniger als Verbesserung der kon-

Abbildung 4:
Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den Vereinigten Staaten 2003–2007^a

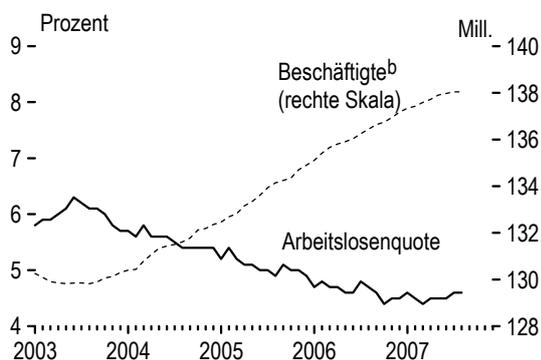


^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: US Department of Commerce (2007).

junkturrellen Grundtendenz zu interpretieren. Verantwortlich für die Beschleunigung waren zum einen die Exporte, auf deren Anstieg rechnerisch gut ein Viertel des Produktionszuwachses zurückzuführen ist. Durch den gleichzeitigen Rückgang der Importe wurde der Wachstumsbeitrag des Außenhandels noch verstärkt. Aber auch die Inlandsnachfrage nahm beschleunigt zu. Sowohl die Staatsausgaben als auch die Investition in Ausrüstungen und Software sowie die Wirtschaftsbauinvestitionen stiegen deutlich stärker als im ersten Quartal. Zunehmend dämpfend machte sich hingegen die Krise am Immobilienmarkt bemerkbar. Zum einen gingen die Wohnungsbauinvestitionen weiter deutlich zurück, zum anderen wurde nun offenbar auch der private Konsum fühlbar gedämpft, der außerdem durch den Kaufkraftentzug infolge des kräftigen Anstiegs der Kraftstoffpreise gedrückt wurde. Auf dem Arbeitsmarkt beginnt die Immobilienkrise offenbar zunehmend Spuren zu hinterlassen. So ging die Zahl der Beschäftigten im August zum ersten Mal seit vier Jahren zurück, wenn auch nur leicht, nachdem sich ihr Zuwachs bereits in den Monaten zuvor merklich abgeschwächt hatte. Die Arbeitslosenquote blieb gleichwohl stabil bei 4,6 Prozent, da sich gleichzeitig viele Erwerbspersonen aus dem Arbeitsmarkt zurückzogen (Abbildung 5).

Abbildung 5: Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten 2003–2007^a



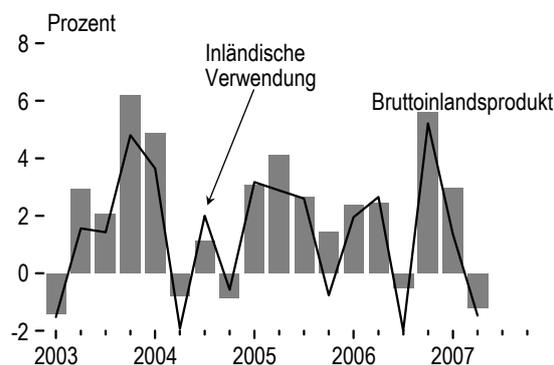
^aSaisonbereinigt. — ^bAbhängig Beschäftigte außerhalb der Landwirtschaft.

Quelle: US Department of Labor (2007a).

In *Japan* ging das reale Bruttoinlandsprodukt nach den sehr kräftigen Zuwächsen, die im Winterhalbjahr verzeichnet worden waren, im Frühjahrsquartal zurück (Abbildung 6). Diese Entwicklung ist wohl zu einem Teil durch Sondereffekte bedingt. So wurde der Zuwachs des privaten Verbrauchs durch eine ungewöhnliche zeitliche Verteilung von Steuerzahlungen belastet; daneben dürfte die ungünstige Witterung mitverantwortlich für den Einbruch beim Wohnungsbau gewesen sein, der im zweiten Quartal zu verzeichnen war. Es deutet aber auch einiges darauf hin, dass die Konjunktur in der Grundtendenz ebenfalls an Fahrt verloren hat. Das Verbrauchervertrauen ist seit Jahresbeginn in der Tendenz rückläufig. Die Zahl der Beschäftigten steigt zwar weiter, und die Arbeitslosigkeit geht sukzessive zurück, doch nimmt vor allem die Zahl der Jobs mit relativ niedrigen Löhnen und mit relativ geringer Stundenzahl zu; die nominalen Lohneinkommen erhöhten sich in den vergangenen Monaten kaum. Schließlich wurde die Produktion zuletzt nur noch wenig vom Außenhandel gestützt, vor allem weil die Exporte merklich an Schwung verloren haben.

Auch im *Euroraum* legte der Aufschwung im zweiten Quartal dieses Jahres eine Pause ein. Nachdem der Zuwachs im ersten Quartal trotz negativer Einflüsse durch die Mehrwertsteuer-

Abbildung 6: Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Japan 2003–2007^a



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

Quelle: Cabinet Office (2007).

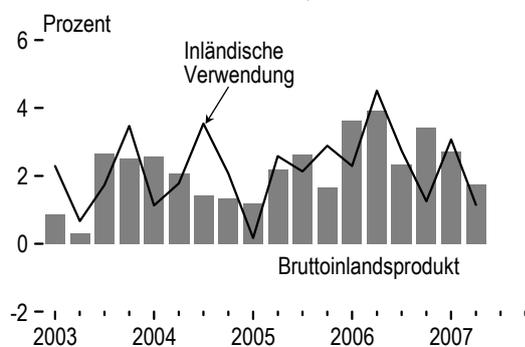
erhöhung in Deutschland recht kräftig gewesen war, erhöhte sich der vorläufigen Schätzung von Eurostat zufolge die gesamtwirtschaftliche Produktion mit einer laufenden Jahresrate von nur noch 1,4 Prozent (Abbildung 7) und damit deutlich langsamer als das Produktionspotential. Die Verlangsamung des Produktionsanstiegs war überraschend angesichts der anhaltend guten Stimmung im Unternehmenssektor und eines hohen Verbrauchervertrauens. Für eine nach wie vor deutliche konjunkturelle Expansion spricht, dass sich die Situation am Arbeitsmarkt weiter verbessert hat. So setzte sich der Rückgang der Arbeitslosenquote fort – im Juli betrug sie 6,9 Prozent –, und die Beschäftigung blieb aufwärts gerichtet. So scheinen Witterungseinflüsse und Kalendereffekte die Zuwachsrate im Frühjahr spürbar gedrückt zu haben, mit der Folge, dass die konjunkturelle Grundtendenz durch den ausgewiesenen Produktionsanstieg unterzeichnet ist. Besonders betroffen war hiervon der Wohnungsbau, der im zweiten Quartal erheblich unter dem vom milden Winter begünstigten hohen Niveau des ersten Quartals zurückblieb, wodurch die Zuwachsrate der Anlageinvestitionen insgesamt deutlich gedrückt wurde. Hingegen beschleunigte sich der private Verbrauch nach der Mehrwertsteuerbedingten Stagnation im ersten Quartal erheblich, obwohl die real verfügbaren Einkommen durch den Wiederanstieg der Benzinpreise belastet wurden. Während die Pro-

duktion durch den Außenhandel gestützt wurde – bei leicht beschleunigtem Exportanstieg verringerte sich die Expansion der Importe deutlich –, wirkte stark dämpfend, dass ein Teil der Nachfrage aus dem Lager bedient wurde. Die Endnachfrage expandierte mit einer Rate von 2,2 Prozent deutlich rascher als das Bruttoinlandsprodukt.

In den übrigen Ländern der Europäischen Union blieb der Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion hingegen im Allgemeinen kräftig. Im *Vereinigten Königreich* erhöhte sich das reale Bruttoinlandsprodukt abermals mit einer laufenden Jahresrate von 3,4 Prozent (Abbildung 8) und damit stärker als das Produktionspotential. Stütze der Konjunktur war erneut der private Verbrauch, der bei zunehmender Beschäftigung und etwas beschleunigtem Reallohnanstieg ungeachtet der geldpolitischen Straffung weiter kräftig – mit einer Rate von 3 Prozent – zunahm. Für die Investitionen wurde hingegen trotz einer insgesamt guten Stimmung im Unternehmenssektor ein Rückgang registriert. Der Importüberschuss erhöhte sich weiter.

In den *Beitrittsländern zur Europäischen Union* ist die konjunkturelle Dynamik seit geraumer Zeit sehr hoch (Abbildung 9). Mit der Ausnahme von Ungarn, wo die Sparmaßnahmen der Regierung die Inlandsnachfrage stark dämpfen, steigt das reale Bruttoinlandsprodukt

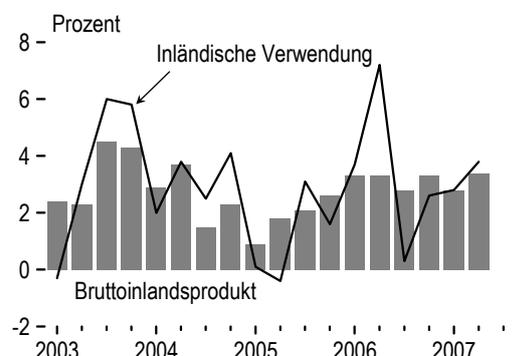
Abbildung 7: Gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Euroraum 2003–2007^a



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

Quelle: Eurostat (2007).

Abbildung 8: Gesamtwirtschaftliche Entwicklung im Vereinigten Königreich 2003–2007^a

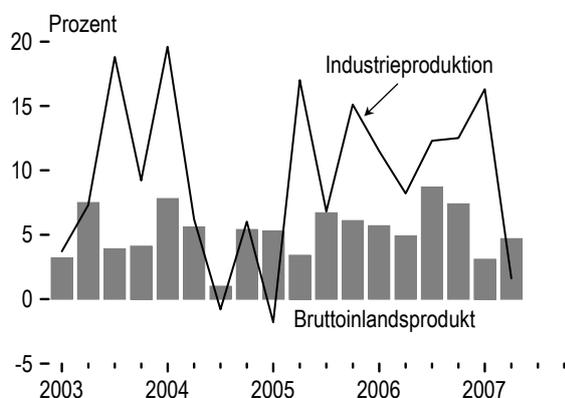


^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Office for National Statistics (2007).

Weltkonjunktur verliert an Fahrt

Abbildung 9:
Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in den Beitrittsländern zur EU 2003–2007^a



^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet, 2. Quartal 2007 teilweise geschätzt.

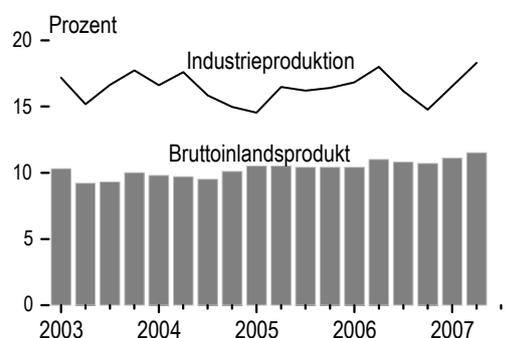
Quelle: Eurostat (2007); eigene Berechnungen.

im Vorjahresvergleich überall mit Raten von mehr als 5 Prozent, in den baltischen Ländern liegen die Raten sogar in der Nähe von 10 Prozent. Der Aufholprozess dieser Länder ist in vollem Gange. Hohe Zuwächse bei den Investitionen und ein stark zunehmender privater Verbrauch prägen das Bild. Rasche Produktivitätszuwächse erlauben kräftige Reallohnsteigerungen, ohne dass ein Aufschwung bei der Beschäftigung verhindert wird; die Arbeitslosigkeit geht seit nahezu drei Jahren erheblich zurück.

Der Produktionsanstieg in den *Entwicklungs- und Schwellenländern* setzte sich im ersten Halbjahr in hohem Tempo fort. Die wirtschaftliche Entwicklung wird nach wie vor von der fortschreitenden Integration in die Weltwirtschaft getrieben und von günstigen Rahmenbedingungen wie vergleichsweise niedrigen Zinsen gefördert; daneben profitieren viele Länder von den hohen Rohstoffpreisen.

In China hat sich die konjunkturelle Expansion nicht – wie von der Wirtschaftspolitik angestrebt – verlangsamt. Vielmehr verstärkte sich der Produktionsanstieg sogar nochmals spürbar; im zweiten Quartal war das reale Bruttoinlandsprodukt um nahezu 12 Prozent höher als ein Jahr zuvor (Abbildung 10). Triebkraft sind nach wie vor die Exporte und die Investitionen; der private Konsum expandiert angesichts stark steigender Reallöhne zwar eben-

Abbildung 10:
Reales Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in China 2003–2007^a



^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet, 2. Quartal 2007 teilweise geschätzt.

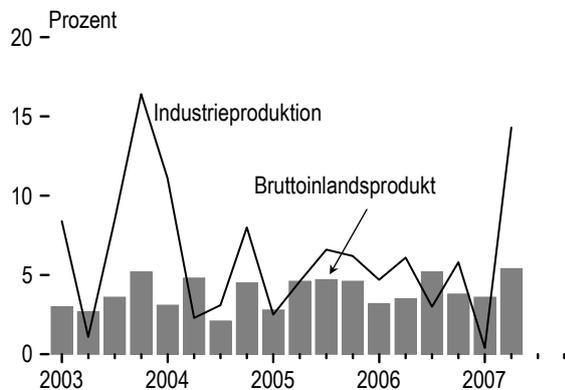
Quelle: National Bureau of Statistics of China (2007).

falls kräftig, doch immer noch in merklich geringerem Tempo als die gesamtwirtschaftliche Produktion. Auf das erneute Anziehen der Konjunktur und den zunehmenden Preisauftrieb – die Inflationsrate stieg im August vor allem aufgrund drastisch höherer Nahrungsmittelpreise auf 6,5 Prozent, den höchsten Wert seit mehr als zehn Jahren – reagierte die Zentralbank mit weiteren Zinserhöhungen. Seit März setzte sie den Zinssatz für Ausleihungen an bevorzugte Schuldner um 90 Basispunkte herauf. Die Zentralbank ist außerdem bestrebt, den Anstieg der Geldmenge zu begrenzen. Eine jüngst beschlossene Lockerung bei den Kapitalverkehrskontrollen soll Kapitalabflüsse erleichtern und den Aufwertungsdruck auf die chinesische Währung mindern.

Auch in den übrigen Schwellenländern setzte sich die kräftige wirtschaftliche Expansion fort. In Indien nahm das reale Bruttoinlandsprodukt im Vergleich zum Vorjahr dank einer kräftigen Investitionstätigkeit mit Raten von rund 9 Prozent unverändert stark zu. In den kleineren asiatischen Ländern beschleunigte sich der Produktionsanstieg zuletzt sogar wieder merklich, nachdem im Winterhalbjahr zeitweise ein etwas moderateres Expansionstempo zu verzeichnen gewesen war (Abbildung 11). Während in Indien die Wirtschaftspolitik angesichts zunehmender Kapazitätsengpässe darum bemüht ist, eine konjunkturelle Überhitzung zu verhindern, ist

Weltkonjunktur verliert an Fahrt

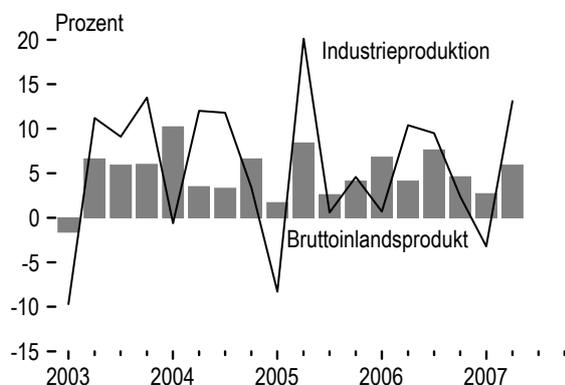
Abbildung 11:
Reales Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in asiatischen Schwellenländern 2003–2007^a



^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. Die Ländergruppe umfasst Südkorea, Indonesien, Taiwan, Thailand, die Philippinen, Malaysia, Hongkong und Singapur, 2. Quartal 2007 teilweise geschätzt.

Quelle: OECD (2007b); nationale Statistiken.

Abbildung 12:
Reales Bruttoinlandsprodukt und Industrieproduktion in Lateinamerika 2003–2007^a



^aReal, saisonbereinigt, Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. Auf Basis der Daten für Brasilien, Mexiko, Argentinien, Kolumbien, Chile, Peru und Venezuela, 2. Quartal 2007 teilweise geschätzt.

Quelle: OECD (2007b); nationale Statistiken.

der Inflationsdruck in den übrigen Ländern zu meist gering. In Lateinamerika setzte sich der kräftige wirtschaftliche Aufschwung in der Grundtendenz fort, auch wenn die konjunkturelle Verlangsamung in den Vereinigten Staaten den Produktionsanstieg insbesondere in Mexiko spürbar gebremst hat und das hohe Expansi-

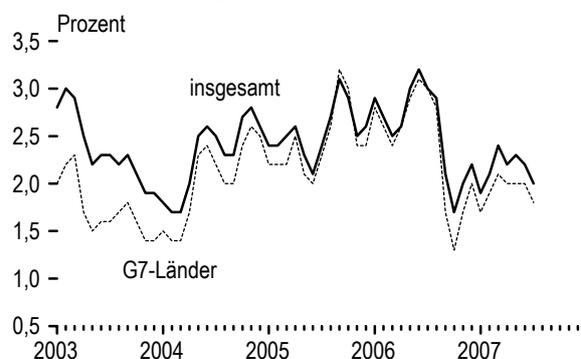
onstempo, das im Verlauf des vergangenen Jahres zu verzeichnen gewesen war, nicht mehr erreicht wurde (Abbildung 12). Russland schließlich profitiert nach wie vor besonders von den hohen Rohstoffpreisen, und die gesamtwirtschaftliche Produktion nahm im ersten Halbjahr mit Raten von mehr als 7 Prozent sehr kräftig zu. Zu diesem Produktionsanstieg trug der Rohstoffsektor zuletzt nur noch wenig bei; die Ölproduktion schrumpfte sogar merklich.

Preisaufrtrieb hat etwas nachgelassen

In den Industrieländern war der Preisanstieg auf der Verbraucherebene in den vergangenen Monaten alles in allem moderat. Zwar ist die Inflationsrate nicht mehr so niedrig wie gegen Ende des vergangenen Jahres (Abbildung 13), vor allem weil die Ölpreise im Frühjahr wieder anzogen und inzwischen in der Nähe der im vergangenen Sommer verzeichneten Höchststände notieren (Abbildung 14). Mit einer Rate von 2,0 Prozent lag sie in den Ländern der OECD im Juli aber immer noch auf einem historisch niedrigen Niveau.

In den Vereinigten Staaten verlief der Preisaufrtrieb alles in allem in ruhigen Bahnen. Die Verbraucherpreise lagen im Juli um 2,4 Prozent über ihrem Niveau im Vorjahr; die Inflations-

Abbildung 13:
Verbraucherpreisanstieg in den OECD-Ländern 2003–2007^a

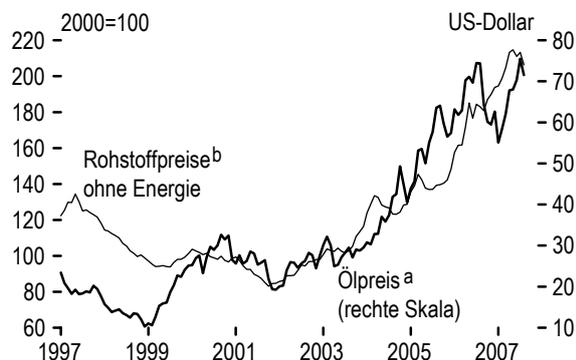


^aVeränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: OECD (2007b); IMF (2007).

Weltkonjunktur verliert an Fahrt

Abbildung 14:
Ölpreis und Rohstoffpreise ohne Energie 1997–2007

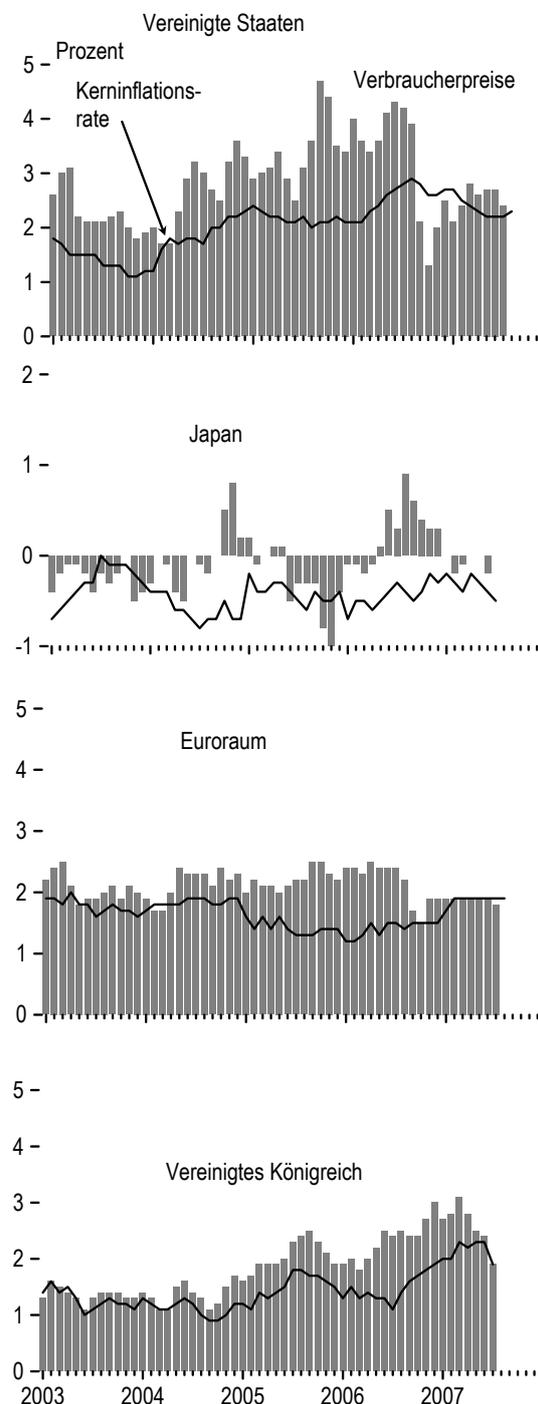


^aSpotpreis Sorte Brent, London. — ^bHWWI-Index.

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

rate hat sich damit gegenüber den Vormonaten geringfügig abgeschwächt. Die Kerninflationrate (Preisentwicklung ohne Verteuerung bei Energie und Nahrungsmitteln) verharrt seit nahezu einem Jahr bei 2,2 Prozent. Beim Kerndeflator für den privaten Konsum, an dem sich die Notenbank orientiert, wurde im Juni die 2-Prozent-Marke unterschritten, die als Obergrenze des angestrebten Inflationskorridors gilt. Auch im Euroraum verlief die Preisentwicklung ruhig. Die Inflationsrate war im August den zwölften Monat in Folge unter 2 Prozent und entsprach damit annähernd der Vorgabe der Europäischen Zentralbank (EZB). Ein beruhigendes Signal kommt von der Kernrate, deren Anstieg sich seit dem Frühjahr nicht fortgesetzt hat (Abbildung 15). So haben sich die Chancen verbessert, dass das Stabilitätsziel der EZB auf mittlere Sicht erreicht wird, auch wenn die Marke von 2 Prozent in den kommenden Monaten wieder überschritten werden dürfte, weil dann der deutliche Rückgang der Kraftstoffpreise im vergangenen Jahr in die Vergleichsbasis eingeht. Im Vereinigten Königreich war die Tendenz bei der Inflation im Sommer deutlich abwärts gerichtet. Im Juli fiel die Inflationsrate zum ersten Mal seit 16 Monaten unter den Zielwert der Notenbank (2 Prozent). Auch die Kernrate ging zuletzt spürbar zurück, nachdem sie über ein Jahr hinweg kontinuierlich ge-

Abbildung 15:
Verbraucherpreisanstieg in den großen Industrieländern 2003–2007^a



^aVeränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: US Department of Labor (2007b); Office for National Statistics (2007); Statistics Bureau of Japan (2007); Eurostat (2007); Thomson Financial Datastream.

klettert war. In Japan ist die kurze Phase leicht steigender Preise, die im vergangenen Jahr zu verzeichnen gewesen war, bereits zu Ende. Die Verbraucherpreise unterschritten ihr Vorjahresniveau zuletzt nur geringfügig. Auch die Kernrate deutet auf eine anhaltende Tendenz zu sinkenden Preisen hin.

Zu den Auswirkungen der Immobilienkrise in den Vereinigten Staaten

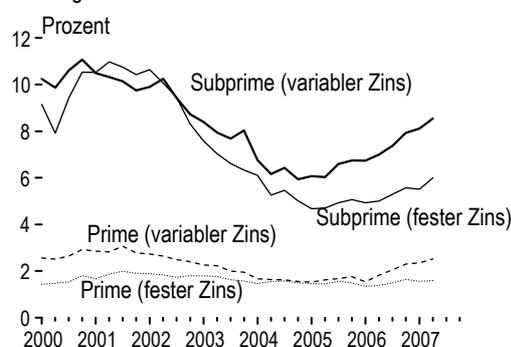
Bis vor wenigen Wochen ließen sich die Konjunkturaussichten für die Industrieländer insgesamt als sehr günstig beschreiben. Zwar war bereits absehbar, dass die konjunkturelle Dynamik in den Vereinigten Staaten im laufenden Jahr infolge der leicht restriktiv wirkenden Geldpolitik und der – teilweise damit zusammenhängenden – schwachen Entwicklung am Immobilienmarkt nicht hoch sein würde. Bisher schien es jedoch so, als blieben die Auswirkungen weitgehend darauf beschränkt, dass die Wohnungsbauinvestitionen nach Jahren des Booms auf ihr normales Niveau zurückgingen. Selbst wenn dieses Niveau im Zuge der Anpassung zeitweise auch unterschritten werden würde, so würde die Dynamik der privaten Konsumausgaben nur wenig in Mitleidenschaft gezogen; die Konsequenzen für die Gesamtwirtschaft blieben begrenzt und für das Jahr 2008 wäre bereits wieder mit einer konjunkturellen Erholung in den Vereinigten Staaten zu rechnen, die sogar der leichten Ermüdung der konjunkturellen Auftriebskräfte im Euroraum und in Japan entgegenwirken würde. Dieses Bild hat sich in den vergangenen Wochen deutlich verändert. Zum einen zeichnet sich ab, dass die Probleme am amerikanischen Immobilienmarkt gravierender sind als bisher angenommen und dass sie voraussichtlich tiefere Spuren bei der Konjunktur hinterlassen werden. Zum anderen ist es, ausgelöst durch diese Probleme, zu einer allgemeinen Neubewertung von Kreditrisiken gekommen, in deren Zuge gegenwärtig

eine schwerwiegende Störung des internationalen Finanz- und Bankensystems aufgetreten ist.

Eintrübung der Konjunkturaussichten in den Vereinigten Staaten

Einiges deutet darauf hin, dass die Konjunktur in den Vereinigten Staaten im Prognosezeitraum schwächer verlaufen wird als bisher angenommen. Insbesondere ist zu erwarten, dass die Belastung der privaten Haushalte durch Kreditzahlungsverpflichtungen infolge der zurückliegenden Straffung der Geldpolitik bis weit in das kommende Jahr zunehmen wird. Eine wichtige Rolle spielt dabei, dass bei vielen Hypothekendarlehen in diesem oder im nächsten Jahr jene meist für ein oder zwei Jahre vereinbarte Phase äußerst niedriger Zinsbelastung endet, mit der die Banken in den vergangenen Jahren auch Haushalte mit geringem Einkommen bzw. Vermögen für einen Immobilienkredit gewonnen haben. Es ist bereits zu einem deutlichen Anstieg der Zahl notleidender Hypothekenkredite gekommen (Abbildung 16), und die Zahl der Haushalte, die ihren Zahlungsverpflichtungen nicht mehr nachkommen können, dürfte weiter steigen. In der Folge dürften vermehrt Häuser zum Verkauf angeboten werden und die Immobilienpreise werden wohl weiter sinken. Vor diesem Hintergrund dürfte sich die

Abbildung 16:
Anteil der Hypothekenkredite mit Zahlungsrückstand in den Vereinigten Staaten 2000–2007



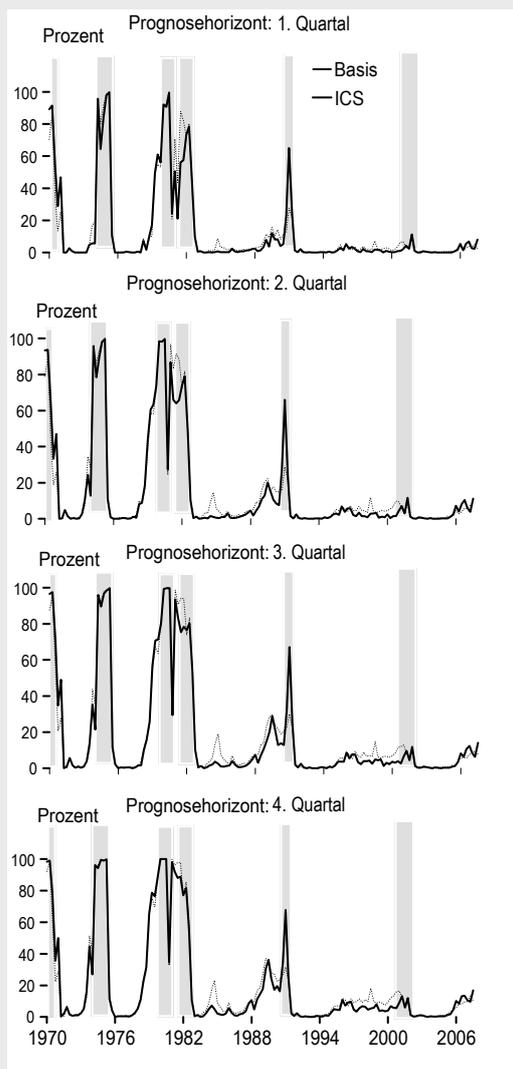
Quelle: Mortgage Bankers Association of America über Thomson Financial Datastream.

Kasten 1:

Zur Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den Vereinigten Staaten

Vor dem Hintergrund der Korrektur am Immobilienmarkt in den Vereinigten Staaten wird gegenwärtig zunehmend die Frage diskutiert, in welchem Ausmaß sich die Wahrscheinlichkeit erhöht hat, dass die Wirtschaft der Vereinigten Staaten in den nächsten Quartalen in eine Rezession rutscht. Im Folgenden soll eine zeitreihenanalytisch fundierte

Abbildung K1:
Rezessionswahrscheinlichkeiten für die US-Wirtschaft^{i,ii}
1970–2007



ⁱGrau schraffierte Bereiche markieren die von NBER definierten Rezessionszeiten. — ⁱⁱWahrscheinlichkeiten wurden rekursiv unter Echtzeitbedingungen nach der im Text beschriebenen Methodik ermittelt.

Quellen: NBER (2007); University of Michigan (2007); eigene Berechnungen.

$P(E_{kt})$ wird dann geschätzt als der Anteil der Realisierungen, bei denen das Rezessionsereignis eintritt.^c Die weiter unten beschriebenen Ergebnisse basieren auf jeweils 500 Replikationen.

Einschätzung gegeben werden, die auf einem vektorautoregressiven Modell (VAR) basiert, das wichtige makroökonomische Variablen sowie Frühindikatoren einschließt. Um die Prognosegüte verschiedener Modelle so realitätsnah wie möglich einschätzen zu können, werden bei den rekursiven Schätzungen lediglich solche Daten verwendet, die zu den jeweiligen Prognosezeitpunkten schon bekannt waren (sog. Echtzeitdaten).^a In einem ersten Schritt wird für jeden Zeitpunkt t ein VAR geschätzt^b

$$Y_t^t = \phi + \sum_{j=1}^m \Phi_j Y_{t-j}^t + \varepsilon_t,$$

wobei der Vektor Y_t^s die Zuwachsrate des Bruttoinlandsproduktes (y_t^s), die Arbeitslosenquote, die Veränderung des Verbraucherpreisindex und den kurzfristigen Zinssatz sowie einen oder mehrere Frühindikatoren für die ökonomische Aktivität enthält. Dabei gibt der obere Index an, dass Zeitreihen genutzt werden, wie sie zum Zeitpunkt s bekannt waren. ϕ und die Φ_j sind Koeffizientenmatrizen. Es wird angenommen, dass die Störterme, ε_t , unabhängig voneinander und $N(0, \Sigma)$ verteilt sind.

In einem zweiten Schritt wird über eine Monte-Carlo-Simulation die Wahrscheinlichkeit, $P(E_{kt})$, bestimmt, dass das Ereignis einer Rezession in den nächsten k Quartalen eintritt. Howrey (2001) zeigt, dass sich mit einer einfachen Regel, nach der eine Rezession dann auftritt, wenn ein gewichteter Durchschnitt der Zuwachsraten über drei Quartale in zwei aufeinander folgenden Quartalen negativ ist, die offizielle Rezessionsdatierung des NBER ziemlich genau nachbilden lässt. Der Anfang einer Rezession ist dabei definiert als das erste von zwei oder mehr aufeinanderfolgenden Quartalen, für die $\bar{y}_t^s = 0,25y_{t-1}^s + 0,5y_t^s + 0,25y_{t+1}^s$ negativ ist. Analog dazu ist das letzte einer Reihe von Quartalen mit negativem \bar{y}_t^t das Ende einer Rezession.

Für die Schätzung von $P(E_{kt})$ werden nun alternative Werte für $Y_{t+1}^t, Y_{t+2}^t, \dots, Y_{t+k+1}^t$ generiert, die sich aus verschiedenen Realisierungen von $\varepsilon_{t+1}, \varepsilon_{t+2}, \dots, \varepsilon_{t+k+1}$ ergeben. Dabei werden diese zukünftigen Schocks aus einer Normalverteilung mit Kovarianzmatrix $\hat{\Sigma}$, der geschätzten Kovarianz der Residuen des VAR, gezogen.

Weltkonjunktur verliert an Fahrt

Die untersuchten Frühindikatoren sind der Einkaufsmanagerindex, das von der University of Michigan (2007) veröffentlichte Konsumklima (*ICS*), der Frühindikator des *Conference Boards* (2007), die Veränderung des S&P 500-Index sowie die Differenz zwischen den Renditen von *Treasury Bonds* mit zehn Jahren Laufzeit und der *Federal Funds Rate*. Das mit *Basis* überschriebene Modell schließt nur die vier oben genannten makroökonomischen Variablen ein. Die Analyse wurde für den Zeitraum $t_0 = 1970Q1$ bis $T = 2007Q2$ durchgeführt. Alle Schätzungen basieren auf Daten ab 1960Q2. Um unter den zahlreichen verfügbaren Frühindikatoren denjenigen bzw. diejenige Kombination von Indikatoren zu finden, die am besten geeignet scheint, Rezessionen früh anzuzeigen, wenden wir als Gütemaß den Quadratic Probability Score (QPS) an:

$$QPS_k = \frac{2}{T} \sum_{t=t_0}^T [\hat{P}(E_{kt}) - R(E_{kt})]^2,$$

wobei $R(E_{kt})$ gleich 1 ist, wenn das Ereignis E_{kt} wirklich stattfand, und sonst den Wert 0 annimmt.^d Es zeigt sich, dass das Modell mit Konsumklima durchgehend die höchste Güte hat. Für alle Prognosehorizonte minimiert ein Modell mit Konsumklima mit einem Verzögerungsterm das Gütekriterium. Aus diesem Grund wird im Weiteren nur noch auf die Ergebnisse dieses Modells sowie die des Basismodells eingegangen. Dabei wird auch für letzteres auf die Spezifikation mit einem Verzögerungsterm zurückgegriffen.

Abbildung K1 zeigt die rekursiv geschätzten Rezessionswahrscheinlichkeiten über den Stützzeitraum bis zum aktuellen Rand für die zwei ausgewählten Modelle. Es zeigt sich, dass die Modelle die Rezessionen in den 1970er und 1980er sowie die Rezession Anfang der 1990er relativ gut abbilden. Für die Aufschwungsphasen zeigen sie stets Wahrscheinlichkeiten sehr nahe bei Null an. Auch diese Eigenschaft, keine falschen Rezessionssignale zu produzieren, ist bei der Beurteilung der Modellgüte wichtig. Allerdings ist das Modell nicht in der Lage, die leichte Rezession im Jahr 2001 durch hohe Wahrscheinlichkeiten anzuzeigen.^e Gleichwohl wird auch hier die Wahrscheinlichkeit einer Rezession höher eingeschätzt als während der expansiven Phasen der Konjunkturzyklen.

Am aktuellen Rand zeichnet sich nun abermals eine spürbar erhöhte Rezessionswahrscheinlichkeit ab. So liegt nach dem bevorzugten Modell die Wahrscheinlichkeit, dass sich die US-Wirtschaft im aktuellen Quartal in einer Rezession befindet, bei rund acht Prozent. Und die Wahrscheinlichkeit, dass sie innerhalb des nächsten Jahres in eine Rezession abrutscht, wird mit 17 Prozent eingeschätzt.^f Dies ist beinahe das gleiche Wahrscheinlichkeitsniveau, das bei der letzten Rezession beobachtet werden konnte. Insgesamt wird deutlich, dass im Zuge der allgemeinen konjunkturellen Abschwächung, die in den Vereinigten Staaten seit Mitte vergangenen Jahres zu beobachten ist, sowie den Kreditmarkturbulenzen der vergangenen Monate die Wahrscheinlichkeit einer Rezession deutlich zugenommen hat.

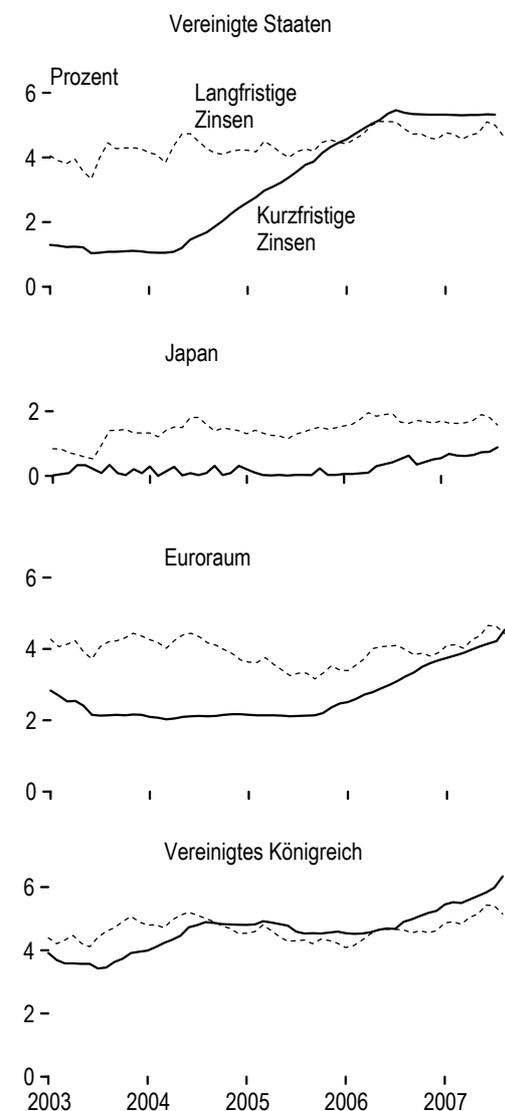
^aDer Echtzeitdatensatz für eine Reihe von makroökonomischen Zeitreihen wird von der Federal Reserve Bank of Philadelphia (2007) zur Verfügung gestellt. — ^bVgl. Howrey (2001) für diesen linearen Ansatz. In den vergangenen Jahren wurden auch mehr und mehr nicht-lineare, so genannte „Markov-switching-Modelle“ (Hamilton 1989) dazu angewandt, die verschiedenen Phasen des Konjunkturzyklus zu identifizieren und damit implizit auch konjunkturelle Wendepunkte zu bestimmen (vgl. Chauvet 1998; Kim und Nelson 1998; Clements und Krolzig 2003; Kholodilin und Yao 2005). Diese nichtlinearen Modelle weisen gegenüber linearen Modellen zwar eine bessere Anpassungsgüte im Stützzeitraum auf. Ihre Prognosegüte außerhalb des Stützzeitraumes ist aber eher schlechter (vgl. Clements und Krolzig 1997). Außerdem sind die Modellergebnisse gewöhnlich nicht sehr robust in Bezug auf die genaue Spezifizierung der Modelle und Änderungen des Stützzeitraumes. — ^cSo tritt zum Beispiel das Ereignis einer Rezession im nächsten Quartal, also E_{1t} , dann ein, wenn entweder $\bar{y}_t^t < 0$ und $\bar{y}_{t+1}^t < 0$ oder wenn $\bar{y}_{t+1}^t < 0$ und $\bar{y}_{t+2}^t < 0$. — ^dQPS liegt zwischen 0 (wenn alle Ereignisse perfekt antizipiert werden) und 2 (wenn jeweils genau das Gegenteil prognostiziert wird). — ^eDies ist unter anderem dadurch bedingt, dass der oben beschriebene gleitende Durchschnitt der Wachstumsraten in keinem der Rezessionsquartale im Jahr 2001 negativ war. Es gab zwar drei Quartale in denen das Bruttoinlandsprodukt saisonbereinigt rückläufig war; allerdings wurden diese Quartale jeweils von einem Quartal mit ansteigendem Bruttoinlandsprodukts unterbrochen. — ^fDiese Einschätzung deckt sich mit den Angaben von Morgan Stanley (2007), welche die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den Vereinigten Staaten im nächsten Jahr zwischen 1/6 und 1/5 angeben.

Sparquote, die in den Jahren zuvor durch den Effekt steigender Vermögenswerte gedrückt worden war, weiter erhöhen. Gleichzeitig werden die real verfügbaren Einkommen bei zunehmender Arbeitslosigkeit – nicht zuletzt bedingt durch umfangreiche Entlassungen im Bausektor und in der Finanzbranche – deutlich abgeschwächt zunehmen. Gleichwohl wird die gesamtwirtschaftliche Produktion aufwärts gerichtet bleiben. Darauf deutet auch eine ökonometrische Zeitreihenanalyse hin, die wir auf der Basis der bis Mitte September verfügbaren makroökonomischen Daten und Frühindikatoren vorgenommen haben (Kasten 1). Danach ist die Wahrscheinlichkeit, dass die Wirtschaft der Vereinigten Staaten in den kommenden 12 Monaten in eine Rezession – im Sinne einer über mehrere Quartale sinkenden gesamtwirtschaftlichen Produktion – rutscht, zuletzt zwar deutlich gestiegen und war ähnlich hoch wie zu Beginn der rezessiven Phase im Jahr 2001. Absolut betrachtet ist sie mit unter 20 Prozent allerdings immer noch gering. Maßgeblich für dieses Ergebnis ist nicht zuletzt, dass sich das Konsumklima im dritten Quartal nicht nennenswert verschlechtert hat.

Turbulenzen an den Finanzmärkten belasten den Ausblick

Auch das monetäre Umfeld in den Industrieländern konnte bis vor wenigen Wochen als insgesamt günstig beurteilt werden. Zwar gingen von den Notenbankzinsen im Allgemeinen keine deutlichen Anregungen mehr aus; in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich war die Geldpolitik zuletzt wohl sogar leicht restriktiv ausgerichtet. Doch bildeten im historischen Vergleich nach wie vor sehr niedrige Kapitalmarktzinsen (Abbildung 17), ausgesprochen niedrige Risikoprämien und steigende Aktienkurse ein Gegengewicht. Seit Mitte Juli ist es hier zu einer allgemeinen Neueinschätzung der Anlagerisiken gekommen, in deren Folge die Zinsdifferenzen zwischen als sicher geltenden Anleihen und Papieren mit höherer Risikobewertung zugenommen haben. Auch die

Abbildung 17:
Kurz- und langfristige Zinsen in den großen Industrieländern 2003–2007



Quelle: OECD (2007b).

Aktienkurse gerieten zeitweise unter Druck. Vor allem aber ist es im Interbankenmarkt zu schweren Störungen gekommen. Ausgelöst wurden die Turbulenzen an den Finanzmärkten durch die zunehmenden Zahlungsausfälle bei Hypothekenkrediten in den Vereinigten Staaten, vor allem bei Krediten, die an Schuldner mit geringer Zahlungsfähigkeit vergeben worden waren (so genanntes Subprime-Segment). Diese Ausfälle haben dazu geführt, dass die Qualität der mit solchen Hypotheken besicherten Finanz-

papiere, die im Zuge des stürmisch steigenden Handels mit verbrieften Kreditrisiken in den vergangenen Jahren an Finanzinvestoren weltweit verkauft worden waren, zunehmend in Zweifel gezogen wurde.

In der Folge entstand ein hohes Maß an Ungewissheit, dies nicht zuletzt deshalb, weil in den vergangenen Jahren zahlreiche neue Finanzinstrumente in großem Umfang in den Markt gekommen sind, über deren Verhalten bzw. Wirkungen in einer Phase von Spannungen an den Finanzmärkten keine Erfahrungen vorliegen. Unsicherheit herrscht vor allem über das Ausmaß der Kreditausfälle. Insbesondere ist zum jetzigen Zeitpunkt nicht abzusehen, in welchem Umfang die Zahlungsrückstände bei Hypothekenkrediten zu Forderungsausfällen führen werden. Zwar ist davon auszugehen, dass die Forderungsausfälle zunächst weiter steigen werden, doch wird die Entwicklung auch von der Zinspolitik der US-Notenbank sowie von der weiteren Entwicklung der Immobilienpreise beeinflusst. Des Weiteren ist problematisch, dass aufgrund der zum Teil langen Verbriefungskette und der einzuhaltenden Fristen ein Forderungsausfall erst nach Monaten beim „Endgläubiger“ ankommt.¹ Ungewiss ist angesichts des weltweiten Handels mit Kreditrisiken zum anderen auch, welche Investoren letztlich diese Papiere in ihren Portfolios haben und ob sie die potentiellen Verluste verkraften können. Resultat war schließlich, dass nicht nur der Handel mit hypothekenbesicherten Wertpapieren zum Erliegen gekommen ist, sondern auch das Vertrauen der Banken untereinander derart gelitten hat, dass sie sich mit Ausleihungen deutlich zurück halten, so dass der Zins für Dreimonatsgeld seit Mitte August erheblich über dem Tagesgeldzins liegt.

¹ Eine Zahlung wird als rückständig eingestuft, wenn der Kreditnehmer mindestens 15 Tage in Verzug ist. Nach 90 Tagen wird die Kreditforderung als nicht eintreibbar betrachtet und der Prozess der Schuldumwandlung oder der Liquidierung setzt ein. Eine Schuldumwandlung kann die Stundung oder Reduzierung der Zinsbelastung umfassen. Die Liquidierung erfolgt in Form einer freiwilligen Eigentumsübertragung, welche bis zu 12 Monate dauern kann, oder in Form einer Zwangsvollstreckung, die bis zu 18 Monate dauern kann (Kiff und Mills 2007: 10).

Durch die Probleme an den Finanzmärkten haben sich zwar bislang die Kosten der Unternehmensfinanzierung über den Kapitalmarkt nicht wesentlich erhöht. Denn während die Differenz zwischen den Renditen von Unternehmensanleihen und denen von Staatsanleihen im Rahmen der allgemeinen Neubewertung von Risiken spürbar stieg, ging das Niveau der Renditen auf Staatstitel deutlich zurück (Abbildung 18). Auch der Rückgang der Aktienkurse fiel vergleichsweise moderat aus. In den Vereinigten Staaten und in Europa wurde lediglich ein Teil der seit dem Beginn des Jahres verzeichneten Zugewinne verloren, und auch in Japan, wo der Kursrückgang stärker und die Aufwärtsentwicklung seit Anfang 2006 weniger ausgeprägt gewesen war, halten sich die Verluste in Grenzen (Abbildung 19).

Problematisch würde die Entwicklung vor allem dann, wenn infolge großer Unsicherheit oder aufgrund von Liquiditätsproblemen die Banken auch erstklassigen Schuldnern keine Kredite zu akzeptablen Bedingungen einräumen wollen (Kreditklemme). Wir erwarten dies nicht. Zwar haben sich offenbar die Kreditstandards in den vergangenen Monaten verschärft, vor allem in den Vereinigten Staaten. Doch war diese Tendenz nicht sehr ausgeprägt, und sie folgt einer Phase, in der Kredite ausgesprochen freigiebig vergeben wurden. Die Banken sind

Abbildung 18:
Verzinsung kurzfristiger Staatsanleihen in den Vereinigten Staaten Januar–August 2007



Quelle: Thomsen Financial Datastream.

Weltkonjunktur verliert an Fahrt

Kasten 2:

Drei Risikoszenarien für die Vereinigten Staaten

Auch wenn es momentan viele Indizien dafür gibt, dass die Probleme am Immobilienmarkt in den Vereinigten Staaten und die damit verbundenen Finanzmarkturbulenzen nur begrenzte negative Auswirkungen auf die Realwirtschaft haben, ist es von Interesse zu analysieren, was im Falle einer krisenhaften Zuspitzung der gegenwärtigen Entwicklung zu erwarten wäre. Im Folgenden sollen dazu drei Szenarien analysiert werden, denen wir jeweils nur eine relativ niedrige Eintrittswahrscheinlichkeit beimessen. Die Simulationen werden mit dem NiGEM-Modell durchgeführt. Jedes Szenario beginnt im dritten Quartal des laufenden Jahres.

- *Einbruch der Immobilienpreise (Szenario 1)*: Infolge zunehmender Zahlungsausfälle bei Hypothekenkrediten kommt es in den Vereinigten Staaten zu verstärkten Zwangsverkäufen von Wohnimmobilien; dies bewirkt einen Rückgang der Preise für Wohnimmobilien. Um die Vergleichbarkeit der Ergebnisse zu gewährleisten, simulieren wir in Anlehnung an Mishkin (2007) wir einen Einbruch der Hauspreise um insgesamt 20 Prozent verteilt über zwei Jahre.
- *Einbruch der Aktienmärkte (Szenario 2)*: Im Zuge erhöhter Unsicherheit an den Kapitalmärkten und aufgrund gestiegener Sorgen über den weiteren Verlauf der Konjunktur kommt es zu einem Einbruch der Aktienmärkte, der weit über die bislang gesehene Korrektur hinausgeht. Wir simulieren ein Einbrechen des Aktienmarktes in den Vereinigten Staaten um 30 Prozent (dies ist ungefähr das Ausmaß der in den Jahren 2001 bis 2003 gesehene Korrektur) über drei Quartale. Um die hohe Korrelation zwischen den internationalen Aktienmärkten zu berücksichtigen, nehmen wir an, dass die Aktienmärkte in Europa im gleichen Maße betroffen sind.
- *Erhöhte Risikoprämien (Szenario 3)*: Die Risikoeinschätzung für Investitionen und Kapitalanlagen infolge der Kapitalmarkturbulenzen ändert sich stark. Die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen guter Bonität gegenüber Staatsanleihen steigen wie in den Jahren 2002–2003 um rund einen Prozentpunkt.^a Außerdem steigt die Zinsdifferenz zwischen den langfristigen und kurzfristigen Zinsen um rund 1,2 Prozentpunkte, von derzeit rund –0,3 Prozentpunkten auf ihr langjähriges Mittel von rund 0,9 Prozentpunkten.

Tabelle K2:

Konjunkturelle Auswirkungen verschiedener Risikoszenarien

	Vereinigte Staaten				Euroraum
	BIP ⁱ	Investitionen ⁱ	Konsum ⁱ	Inflation ⁱⁱ	BIP ⁱ
<i>Einbruch der Immobilienpreise (Szenario 1)</i>					
2007	0,3	0,6	0,2	0,2	0,0
2008	–0,3	–0,5	–0,9	0,6	0,0
2009	–1,1	–0,9	–2,4	–0,3	–0,1
<i>Einbruch der Aktienmärkte (Szenario 2)</i>					
2007	0,0	0,1	–0,1	0,0	0,0
2008	–0,4	0,0	–1,1	0,1	–0,2
2009	–0,6	0,4	–1,8	–0,2	–0,3
<i>Erhöhte Risikoprämien (Szenario 3)</i>					
2007	–0,1	–0,4	0,0	0,0	0,0
2008	–0,5	–2,0	–0,1	–0,2	–0,3
2009	–0,7	–1,6	–0,3	–0,7	–0,5
<i>Gemeinsames Eintreten aller Ereignisse (Szenario 4)</i>					
2007	–0,1	–0,2	–0,2	0,1	–0,1
2008	–1,5	–2,2	–2,8	0,2	–0,7
2009	–2,8	–1,9	–5,3	–1,3	–1,1

ⁱ Abweichung des Niveaus in Prozent. — ⁱⁱ Abweichung in Prozentpunkten.

Quelle: NiGEM (2007); eigene Berechnungen.

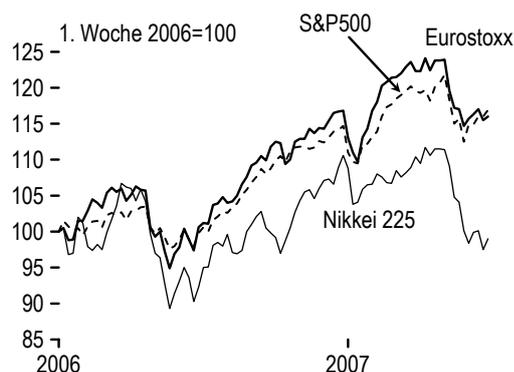
Weltkonjunktur verliert an Fahrt

Folgende Ergebnisse lassen sich aus den Simulationen zusammenfassen (Tabelle K2). Es sind zwei Hauptkanäle erkennbar, über welche die gesamtwirtschaftliche Nachfrage gedämpft wird. Auf der einen Seite wirken Vermögens-effekte; sowohl die sinkenden Hauspreise als auch die fallende Aktienpreise vermindern das Vermögen der privaten Haushalte, die daraufhin ihre Konsumausgaben einschränken. So wird das Niveau des privaten Konsums in den Vereinigten Staaten im Szenario 1 um bis zu 2,4 Prozent gedämpft; dieser maximale Effekt wird im Jahr 2009 erreicht. Das Bruttoinlandsprodukt wird dabei um bis zu 1,1 Prozentpunkte gemindert.^b Die Reaktion des Bruttoinlandsprodukts in Szenario 2 ist rund halb so groß. Auf der anderen Seite bewirkt der Anstieg der Risikoprämien eine starke Dämpfung der Investitionen. In Szenario 3 fällt der Anstieg der Investitionen schon im Jahr 2008 um rund 1,6 Prozentpunkte niedriger aus. Der gesamtwirtschaftliche Produktionsanstieg wird im laufenden Jahr um 0,1 Prozentpunkte, im Jahr 2008 um 0,4 Prozentpunkte und im Jahr 2009 um 0,2 Prozent gedämpft. Es wird deutlich, dass sich die Auswirkungen der hier betrachteten Störungen über mehrere Jahre hinziehen.

In *Szenario 4* wird das gleichzeitige Eintreten der ersten drei Szenarien unterstellt. Der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts in den Vereinigten Staaten wird dadurch im Jahr 2008 um 1,4 Prozentpunkte und im Jahr 2009 um 1,3 Prozentpunkte gedämpft. Dabei ist unterstellt, dass die Geldpolitik nach einer üblichen Reaktionsfunktion auf Veränderungen der Kapazitätsauslastung und der Inflation reagiert; die Fed würde bei Eintritt dieses Szenarios die kurzfristigen Zinsen bis zum Jahr 2009 um insgesamt 3 Prozentpunkte senken. Gleichwohl käme es wohl zu einer Rezession in den Vereinigten Staaten. Für den Euroraum ergäben sich bedeutend geringere Effekte; vor allem, weil hier der dämpfende Effekt sinkender Hauspreise fehlt. Der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts würde in den Jahren 2007 bis 2009 um 0,1, 0,6, bzw. 0,4 Prozentpunkte niedriger ausfallen.

^aWir setzten dieses Szenario in NiGEM um, indem wir den Risikoaufschlag der Kapitalnutzungskosten gegenüber dem Niveau der langfristigen Zinsen für die nächsten zehn Quartale um eben jenen 1 Prozentpunkt erhöhen. Die Kapitalnutzungskosten sind in NiGEM folgendermaßen definiert: $uc = [(lrr + prem) * (1 - tax) + depr] / (1 - tax)$, wobei uc für die Kapitalnutzungskosten, lrr für den langfristigen Realzins, $prem$ für den Risikoaufschlag, tax für den effektiven Unternehmenssteuersatz und $depr$ für die Abschreibungsrate steht. — ^bVgl. dazu auch die Ergebnisse in Mishkin (2007: 33–37). Der Autor kommt dort, basierend auf dem makroökonomischen Modell des Federal Reserve Boards, zu sehr ähnlichen Ergebnissen.

Abbildung 19:
Aktienkurse in großen Industrieländern 2006 und 2007^a



^aWochendurchschnitt, letzter Wert: 17.–21. September 2007.

Quelle: Thomson Financial Datastream.

generell gesund und erwirtschafteten bis zuletzt hohe Gewinne, so dass von dieser Seite her eine ausgesprochene Zurückhaltung bei der Kreditgewährung nicht zu erwarten ist. Zudem befinden sich die Unternehmen in einer Situation, in

der sie ihre Investitionen zu großen Teilen selbst finanzieren können.

Angesichts der erheblichen Unsicherheiten über den weiteren Fortgang der Ereignisse am Immobilienmarkt in den Vereinigten Staaten und an den internationalen Finanzmärkten haben wir gleichwohl alternative Szenarien entwickelt und mithilfe eines makroökonomischen Weltmodells Simulationsrechnungen durchgeführt (Kasten 2). Dabei zeigt sich, dass ein deutlicher Rückgang der Immobilienpreise in den Vereinigten Staaten, ein Einbruch der Aktienmärkte in den Industrieländern sowie international höhere Finanzierungskosten aufgrund gestiegener Risikoprämien jene Ereignisse sind, die die Konjunktur in den kommenden Jahren merklich dämpfen könnten, wobei die Bremseffekte in den Vereinigten Staaten um einiges höher ausfallen würden als im Euroraum. Andererseits zeigen die Simulationsergebnisse auch, dass bei realistischen Größenordnungen für diese Ereignisse nicht mit einem nachhaltigen Einbruch der

Weltkonjunktur verliert an Fahrt

Weltkonjunktur zu rechnen ist. Bei einem gemeinsamen Eintreten von drastischem Immobilienpreisrückgang, Einbruch am Aktienmarkt und Anstieg der Fremdkapitalkosten wäre allerdings für die Vereinigten Staaten mit einer Rezession zu rechnen, die auch für die Konjunktur in der übrigen Welt negative Konsequenzen nach sich zöge.

Zentralbanken vor großen Herausforderungen

Die Ereignisse an den Finanzmärkten stellen die Notenbanken vor große Herausforderungen. Sie müssen versuchen, die negativen Wirkungen der Probleme im Bankensektor auf die übrige Wirtschaft zu begrenzen, um eine unerwünscht starke Dämpfung der Konjunktur oder gar eine Rezession zu vermeiden. Gleichzeitig gilt es, das Ziel der Preisniveaustabilität im Auge zu behalten; die gegenwärtig noch fest verankerten, im historischen Vergleich geringen Inflationserwartungen, dürfen nicht gefährdet werden, bilden sie doch eine wichtige Voraussetzung für eine stabile wirtschaftliche Entwicklung. Außerdem sind die langfristigen Folgen eines Eingreifens der Zentralbanken für das Verhalten der Finanzinvestoren und ein gesundes Funktionieren der Finanzmärkte zu bedenken. So wäre vermutlich eine dauerhaft übererhöhte Risikoneigung der Investoren die Folge,

der gegenwärtigen Korrektur der Risikoeinschätzungen durch Maßnahmen der Notenbanken im Endeffekt zu einem erheblichen Teil sozialisiert werden.

Die Notenbanken haben im Angesicht der akuten Funktionsstörungen am Interbankenmarkt zunächst teilweise in großem Umfang Liquidität bereitgestellt, freilich ohne die Geldbasis damit dauerhaft zu erhöhen. Die Fed hat den Diskontsatz gesenkt und weitere Maßnahmen ergriffen, um die Versorgung von Banken mit Liquidität erleichtern. Vor dem Hintergrund der zuletzt moderaten Inflation haben zudem die Risiken für die Konjunktur nun offenbar ein größeres Gewicht bekommen. Dies gilt insbesondere für die Vereinigten Staaten, wo sich die Hinweise mehren, dass die Wirtschaft deutlich an Fahrt verlieren könnte. Die Notenbank reagierte darauf, indem sie den wichtigsten Leitzins, die Federal Funds Target Rate, Mitte September um 50 Basispunkte auf 4,75 Prozent senkte. Wir erwarten, dass dieser Zinssatz im Herbst noch einmal auf 4,5 Prozent reduziert wird (Tabelle 1); in dem von uns unterstellten Fall einer sich bald wieder normalisierenden Situation an den Geld- und Kreditmärkten dürfte die Notenbank danach erst einmal innehalten, um zu vermeiden, dass durch eine übermäßige Lockerung Inflationserwartungen geweckt und ein unzureichendes Risikobewusstsein an den Finanzmärkten wieder begünstigt werden.

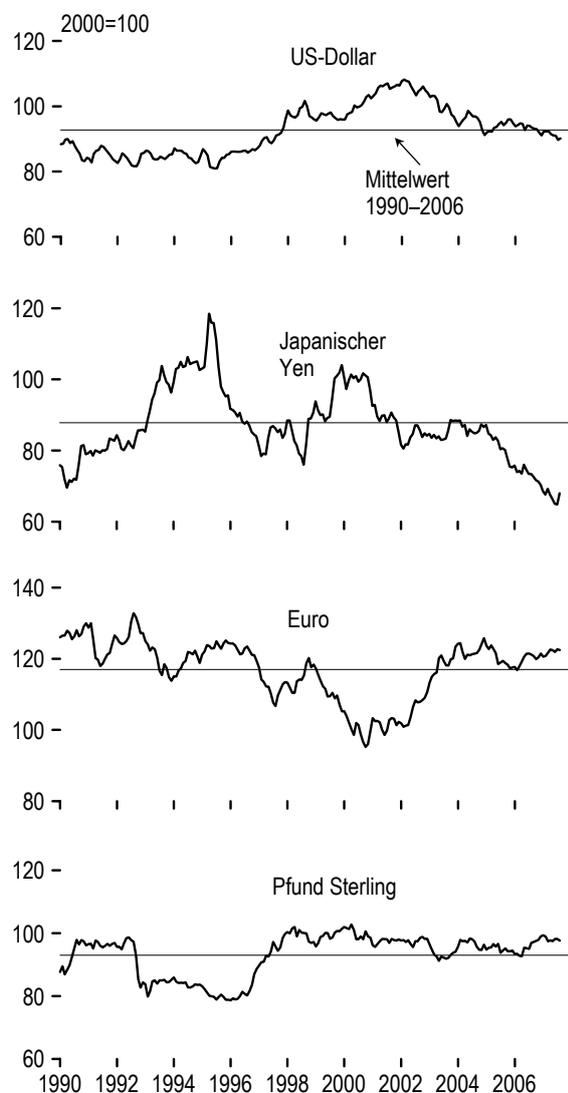
Tabelle 1:
Rahmendaten für die Konjunkturprognose 2006, 2007 und 2008

	2006				2007				2008			
	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)	4,5	4,9	5,3	5,3	5,3	5,3	5,3	5,0	4,7	4,5	4,5	4,5
Japan (Tagesgeldzins)	0,0	0,0	0,3	0,3	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	1,8	0,8
Euroraum (3-Monatszins)	2,6	2,9	3,3	3,6	3,8	4,1	4,5	4,4	4,4	4,4	4,3	4,3
Wechselkurse												
US-Dollar/Euro	1,20	1,26	1,27	1,32	1,32	1,34	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36	1,36
Yen/US-Dollar	116,9	114,4	116,2	117,7	119,4	120,7	116,0	116,0	116,0	116,0	116,0	116,0
Ölpreis (Brent) in US-Dollar	61,9	69,8	70,1	59,7	58,1	68,7	72,0	70,0	70,0	70,0	70,0	70,0
HWWI-Index für Industrierohstoffe	171,1	196,0	203,6	208,1	216,7	235,6	225,1	219,3	216,5	214,8	214,3	214,3

^aPrognose.

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

Abbildung 20:
Realer effektiver Wechselkurs der wichtigsten Weltwährungen
1990–2007^a



^aAuf Basis der Verbraucherpreise.

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

Für die EZB wird die Entscheidung zusätzlich dadurch erschwert, dass die Geldmenge ebenso wie die Kredite an den privaten Sektor nach wie vor weit stärker expandieren als auf mittlere Sicht mit dem Ziel der Preisniveaustabilität vereinbar erscheint.² Zwar hat sie vor dem Hintergrund der gegenwärtigen Situation auf eine

² Für eine Analyse des Zusammenhangs zwischen Geldmengenentwicklung und Inflation im Euroraum vgl. Carstensen (2007).

Leitzinserhöhung verzichtet. Falls sich die Situation an den Finanzmärkten in den kommenden Monaten jedoch – wie angenommen – allmählich normalisiert, dürfte sie gegen Jahresende ihre Zinsen noch einmal um 25 Basispunkte anheben, um dem Aufkeimen von Inflationserwartungen entgegenzuwirken. Damit dürfte dann aber die Zinsspitze erreicht sein.

Die Bank von Japan wird fürs erste wohl auf eine weitere Anhebung der Leitzinsen verzichten, ist doch das Preisniveau in den vergangenen Monaten wieder leicht gesunken. Auch wertete zuletzt der Yen spürbar auf (Abbildung 20). Ferner ist das Kreditvolumen in jüngster Zeit spürbar gesunken, und es mehren sich die Anzeichen für eine Abkühlung der Konjunktur.

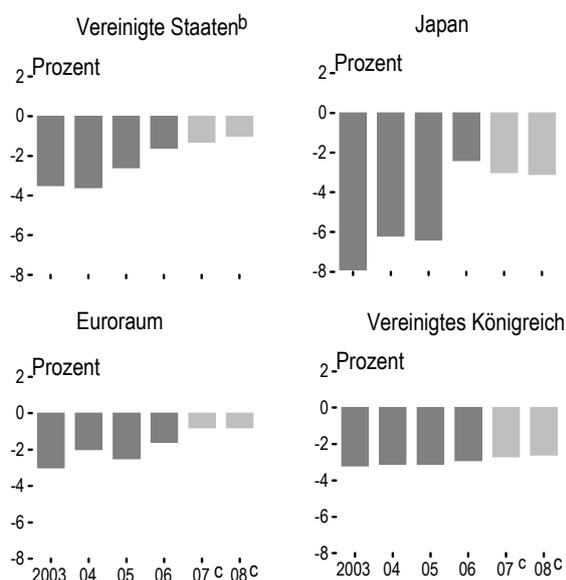
Die langfristigen Zinsen dürften mit Abklingen der Stockungen im Geldmarkt weltweit wieder anziehen, angesichts der nur noch moderaten konjunkturellen Expansion aber im historischen Vergleich auf niedrigem Niveau bleiben. Insgesamt werden sich die monetären Rahmenbedingungen über die bisher im Zuge der Risikoneubewertung eingetretene Verschlechterung hinaus im Prognosezeitraum nur wenig verändern. Allerdings besteht derzeit eine große Unsicherheit über die weitere Entwicklung im Bankensektor und ihre Auswirkungen auf die Realwirtschaft.

Finanzpolitik weitgehend neutral

Die Situation der öffentlichen Haushalte in den Industrieländern verbessert sich im laufenden Jahr weiter, insgesamt ist die Finanzpolitik leicht restriktiv ausgerichtet. Im kommenden Jahr dürfte sie kaum noch dämpfen.

In den Vereinigten Staaten wird das Budgetdefizit des Bundes 2007 trotz der konjunkturellen Abschwächung voraussichtlich weiter – von 1,6 auf 1,3 Prozent – zurückgehen (Abbildung 21). Für das kommende Jahr zeichnet sich derzeit eine weitere leichte Abnahme ab; die Finanzpolitik wird nach den bisherigen Planungen geringfügig restriktiv ausgerichtet sein. Allerdings hat die Regierung kürzlich Maßnahmen

Abbildung 21:
Budgetsaldo in großen Industrieländern 2003–2008^a



^aIn Relation zum Bruttoinlandsprodukt. — ^bBundshaushalt. — ^cPrognose

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

angekündigt, mit denen Haushalten, die im Zuge der Immobilienkrise von Insolvenz bedroht sind, geholfen werden soll (The White House 2007). Die fiskalischen Kosten der bisher bekannt gegebenen Maßnahmen dürften zwar nicht sehr bedeutend sein. Gleichwohl wird erkennbar, dass die Regierung rasch mit expansiven Programmen reagieren wird, sollte die Wirtschaft in eine Rezession zu gleiten drohen.

In Japan wird das Defizit im Staatshaushalt im laufenden Jahr etwas höher ausfallen als 2006. Dies ist allerdings nicht auf eine expansive Politik zurückzuführen, sondern darauf, dass der Staatshaushalt in geringerem Maße durch Einmalmaßnahmen entlastet wird.³ Um diesen Effekt bereinigt, geht das Budgetdefizit dank kräftig steigender Unternehmenssteuern und Einschnitten bei den öffentlichen Investitionen auch in diesem Jahr spürbar zurück. Für

das kommende Jahr erwarten wir, dass die realen Staatsausgaben wieder steigen und die Steuereinnahmen infolge der schwächeren Konjunktur langsamer zunehmen. Das Haushaltsdefizit wird kaum noch zurückgehen. Eine durchgreifende Konsolidierung der Staatsfinanzen, bei denen nach 15 Jahren hoher Budgetdefizite ein Bruttoschuldenstand von rund 170 Prozent des Bruttoinlandsprodukts aufgelaufen ist, ist weiterhin nicht in Sicht. Vielmehr ist das Gegenteil der Fall: Ein kräftiger Anstieg der Zuschüsse aus dem allgemeinen Haushalt zur Deckung der steigenden Ausgaben der staatlichen Rentenversicherung ab dem Jahr 2010 ist ohne konkrete Finanzierung beschlossen worden. Die mittelfristig ins Auge gefasste und sehr unpopuläre Erhöhung der Mehrwertsteuer dürfte angesichts der problematischen Mehrheitsverhältnisse im japanischen Parlament weiter aufgeschoben werden.

Im Euroraum werden die gute Konjunktur, Steuererhöhungen in einzelnen Ländern sowie eine zumeist zurückhaltende Ausgabenpolitik in diesem Jahr dazu führen, dass das zusammengefasste Defizit im Staatshaushalt nochmals deutlich – von 1,5 Prozent auf 0,8 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt – zurückgeht. Damit dürfte der Konsolidierungsprozess allerdings vorerst zum Ende kommen. Im Jahr 2008 werden Steuerentlastungen überwiegen, und die Ausgaben dürften beschleunigt zunehmen. Insgesamt wird die Finanzpolitik etwa neutral ausgerichtet sein. Für 2008 erwarten wir eine kaum veränderte Defizitquote.

Im Vereinigten Königreich bleibt die Finanzpolitik auf neutralem Kurs; das Haushaltsdefizit verringert sich in Relation zum Bruttoinlandsprodukt leicht. Dabei steigen die Ausgaben weniger kräftig als in den vergangenen Jahren. Gleichzeitig bleibt die Einnahmenquote weitgehend stabil, die im Verlauf der vergangenen zehn Jahre von rund 38 auf 41,5 Prozent gestiegen ist.

³ Um die Verschuldung zu reduzieren, wurden im Jahr 2006 Mittel in Höhe von 1,9 Prozent des Bruttoinlandsprodukts vom *Reserve Fund* der *Fiscal Loan Fund Special Accounts* in den Haushalt der Zentralregierung übertragen. Eine solche Operation erfolgt auch 2007, doch in geringerem Umfang (0,6 Prozent).

Ausblick: Weltwirtschaft mit weniger Schwung

Die Weltkonjunktur wird im Prognosezeitraum merklich an Dynamik verlieren, wenngleich der Zuwachs der Produktion gemessen am historischen Durchschnitt hoch bleiben dürfte. Ursache hierfür sind weniger die aktuellen Probleme an den Finanzmärkten, von denen wir erwarten, dass sie in den kommenden Wochen und Monaten abklingen und ohne gravierende Wirkungen auf die Realwirtschaft bleiben werden. Zwar dürfte der weltweite Produktionsanstieg dadurch gebremst werden, dass aufgrund der Neueinschätzung der Kreditrisiken Finanzierungen weniger günstig zu bekommen sein werden als in den vergangenen Jahren. Wichtiger ist aber, dass jene Faktoren an Gewicht verlieren, die bewirkt haben, dass die Weltkonjunktur das Ende des Aufschwungs in den Vereinigten Staaten, ihres langjährigen Hauptmotors, bislang gut verkräftet hat. Während sich die Schwäche in der US-Wirtschaft bislang im Wesentlichen auf den Wohnungsbau konzentrierte, wird sich nun die Dynamik des privaten Konsums in den Vereinigten Staaten wohl merklich vermindern. Im Euroraum und in Japan laufen nun zudem die expansiven Wirkungen der Geldpolitik aus. Mit der insgesamt deutlichen konjunkturellen Abflachung in den Industrieländern dürfte auch der Produktionsanstieg in den Entwicklungs- und Schwellenländern gedämpft werden. Eine ausgeprägte Abschwächung der Konjunktur im Gefolge der jüngsten Finanzmarkturbulenzen erscheint aber nicht wahrscheinlich, zumal viele unter ihnen von den hohen Rohstoffpreisen stark profitieren und sich die Anfälligkeit für Finanzmarktkrisen in vielen Ländern in den vergangenen Jahren drastisch verringert hat. So treten die Schwellenländer in größerem Umfang als eigenständige Triebkraft der Weltwirtschaft auf als in früheren Zyklen.

In den *Vereinigten Staaten* wird sich die konjunkturelle Dynamik im zweiten Halbjahr dieses Jahres und im nächsten Jahr weiter abschwächen. Maßgeblich hierfür ist eine verlangsamte Ausweitung des privaten Konsums (Ta-

belle 2), die sich bereits in den Erwartungsindikatoren für das Konsumentenvertrauen andeutet. Bei zunehmender Arbeitslosigkeit – nicht zuletzt bedingt durch umfangreiche Entlassungen im Bausektor und in der Finanzbranche – dürften die real verfügbaren Einkommen deutlich langsamer zunehmen. Hinzu kommt die Belastung durch die Kreditzahlungsverpflichtungen. In der Folge wird sich die Sparquote weiter erhöhen. Die Wohnungsbauinvestitionen werden vorerst weiter zurückgehen, wenn auch nicht mehr so rasch wie in den vergangenen zwölf Monaten. Die Unternehmensinvestitionen dürften vor dem Hintergrund der noch hohen Kapazitätsauslastung weiter deutlich aufwärts gerichtet bleiben. Stützend wirkt des Weiteren eine kaum nachlassende Nachfrage aus dem Ausland, auch bedingt durch den schwachen US-Dollar, die dazu führt, dass der Wachstumsbeitrag des Außenhandels im Prognosezeitraum positiv sein wird. Alles in allem erwarten wir, dass das reale Bruttoinlandsprodukt in den Jahren 2007 und 2008 mit 2,0 bzw. 1,8 Prozent spürbar langsamer zunehmen wird als das Wachstum des Produktionspotentials.

Tabelle 2:
Eckdaten zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2005–2008

	2005	2006	2007 ^a	2008 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	3,1	2,9	2,0	1,8
Inlandsnachfrage	3,3	2,8	1,5	1,6
Privater Verbrauch	3,2	3,1	2,7	1,4
Staatsnachfrage	0,7	1,8	1,8	2,2
Anlageinvestitionen	6,9	2,4	-2,2	1,2
Ausrüstungen und Software	9,6	5,9	0,8	2,3
Gewerbliche Bauten	0,5	8,4	10,8	5,4
Wohnungsbau	6,6	-4,6	-14,0	-3,5
Lagerinvestitionen ^{c,d}	-0,2	0,0	-0,3	0,0
Außenbeitrag ^c	-0,2	-0,1	0,4	0,1
Exporte	6,9	8,4	6,2	6,4
Importe	5,9	5,9	2,0	3,7
Verbraucherpreise	3,4	3,2	2,9	2,4
Arbeitslosenquote ^e	5,1	4,6	4,6	5,0
Leistungsbilanzsaldo ^f	-6,1	-6,2	-5,7	-5,6
Budgetsaldo des Bundes ^f	-2,6	-1,6	-1,3	-1,0

^aPrognose. — ^bReal. — ^cVeränderung in Prozent des realen Bruttoinlandsprodukts des Vorjahres. — ^dPrivater Sektor. — ^eIn Prozent der Erwerbepersonen. — ^fIn Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

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

In *Japan* dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion im Prognosezeitraum zwar wieder zunehmen. Die konjunkturelle Dynamik bleibt aber wohl mäßig. Vor allem verliert der bislang sehr kräftige Anstieg der Unternehmensinvestitionen spürbar an Schwung. Hierauf deuten sowohl der schwache Auftragseingang in den vergangenen Monaten als auch die abnehmende Kreditnachfrage seitens der Unternehmen hin. Die Exporte werden infolge nachlassender Auslandskonjunktur und der Aufwertung des Yen verlangsamt zunehmen und der Wachstumsbeitrag vom Außenhandel wird merklich schrumpfen (Tabelle 3). Das reale Bruttoinlandsprodukt dürfte sich 2008 nur noch um 1,4 Prozent erhöhen, nach 2,0 Prozent in diesem Jahr. Die Verbraucherpreise bleiben vorerst abwärts gerichtet und werden auch im Verlauf des kommenden Jahres nicht nennenswert steigen.

Tabelle 3:
Eckdaten zur Konjunktur in Japan 2005–2008

	2005	2006	2007 ^a	2008 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	1,9	2,2	2,0	1,4
Inlandsnachfrage	1,6	1,4	1,3	1,4
Privater Verbrauch	1,5	0,9	1,7	1,4
Staatskonsum	1,7	0,4	0,8	1,2
Anlageinvestitionen	2,6	3,6	1,0	1,4
Unternehmensinvestitionen	6,6	7,6	3,1	2,0
Wohnungsbau	-1,3	1,0	-2,0	0,6
Öffentliche Investitionen	-6,3	-7,6	-4,7	-0,7
Lagerinvestitionen ^c	-0,1	0,1	-0,1	0,0
Außenbeitrag ^c	0,3	0,8	0,8	0,1
Exporte	6,9	9,6	6,6	2,9
Importe	5,7	4,6	2,0	3,1
Verbraucherpreise	-0,3	0,3	0,0	0,2
Arbeitslosenquote ^d	4,4	4,2	3,8	3,6
Leistungsbilanzsaldo ^e	3,8	4,1	4,1	3,7
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo ^e	-6,4	-2,4	-3,0	-3,1

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

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

Im *Euroraum* ist die konjunkturelle Grundtendenz nach wie vor kräftig; sie wird sich im zweiten Halbjahr wieder durchsetzen. Dies lässt

die nach wie vor gute Stimmung bei Unternehmen und Verbrauchern erwarten. Die Unternehmensinvestitionen werden angesichts hoher Kapazitätsauslastung und hoher Auftragsbestände weiter zügig steigen; der private Verbrauch dürfte bei leicht beschleunigt zunehmenden Realeinkommen etwas an Fahrt gewinnen. Im kommenden Jahr wird der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts an Schwung verlieren. Für den Jahresdurchschnitt erwarten wir einen Zuwachs von 2,2 Prozent, nach 2,6 Prozent in diesem Jahr (Tabelle 4). Gedämpft wird die Produktion insbesondere dadurch, dass die Aktivität im Wohnungsbau voraussichtlich zurückgeht, die in einigen Ländern – so besonders in Spanien und in Irland – die Konjunktur wesentlich getragen hat. Für diese Länder erwarten wir die deutlichste Verlangsamung beim Produktionsanstieg (Tabelle 5). Die Entwicklung am Immobilienmarkt ist auch für die Konjunktur im Euroraum ein wesentliches Risiko. Eine Simulation eines starken Rückgangs der Preise für Wohnimmobilien in Frankreich und in Spanien mithilfe eines makroökonomischen Weltmodells zeigt, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion und ins-

Tabelle 4:
Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2005–2008

	2005	2006	2007 ^a	2008 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	1,5	2,8	2,6	2,2
Inlandsnachfrage	1,7	2,5	2,7	2,5
Privater Verbrauch	1,5	1,7	1,7	2,3
Staatsverbrauch	1,4	2,0	1,9	2,0
Anlageinvestitionen	2,8	5,1	5,8	3,8
Vorratsveränderungen ^c	0,0	0,1	0,0	0,0
Außenbeitrag ^c	-0,2	0,3	0,2	-0,2
Exporte	4,2	8,2	6,5	5,3
Importe	5,2	8,0	6,3	6,0
Verbraucherpreise ^d	2,2	2,2	1,9	2,1
Arbeitslosenquote ^e	8,5	7,7	6,7	6,4
Leistungsbilanzsaldo ^f	-0,0	-0,2	-0,5	-0,5
Budgetsaldo ^f	-2,3	-1,5	-0,8	-0,9

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

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

Weltkonjunktur verliert an Fahrt

Tabelle 5:

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den EU-Ländern 2006, 2007 und 2008

	Gewicht ^a	Bruttoinlandsprodukt ^b			Verbraucherpreise ^{b,c}			Arbeitslosenquote ^d		
		2006	2007 ^e	2008 ^e	2006	2007 ^e	2008 ^e	2006	2007 ^e	2008 ^e
Deutschland	20,6	2,9	2,7	2,4	1,7	1,9	2,0	8,4	6,4	5,8
Frankreich	15,6	2,1	1,8	1,7	1,9	1,4	1,8	9,4	8,6	8,2
Italien	13,0	1,9	1,9	1,4	2,2	1,7	1,9	6,8	6,0	5,9
Spanien	8,3	3,9	3,7	2,6	3,6	2,6	3,0	8,6	8,0	8,0
Niederlande	4,6	2,9	2,7	2,1	1,7	1,7	2,1	3,9	3,5	3,3
Belgien	2,7	3,0	2,8	2,2	2,0	1,4	2,0	8,2	7,6	7,0
Österreich	2,3	3,4	3,3	2,5	1,7	1,6	1,8	4,8	4,3	4,0
Griechenland	1,7	4,2	3,6	3,2	3,4	2,8	2,8	8,9	8,6	8,4
Irland	1,5	6,0	5,0	4,2	2,7	4,6	4,3	4,4	4,0	4,0
Finnland	1,4	5,5	3,8	3,2	1,3	2,0	2,5	7,7	6,8	6,4
Portugal	1,4	1,2	1,8	2,0	2,8	2,4	2,1	7,7	7,9	7,6
Luxemburg	0,3	6,2	4,5	4,0	3,0	2,0	2,5	4,7	4,8	4,8
Slowenien	0,3	5,1	5,2	4,5	2,5	3,1	3,2	6,4	6,0	5,7
Vereinigtes Königreich	16,2	2,8	2,9	2,5	2,3	2,5	1,9	5,3	5,6	5,5
Schweden	2,6	4,7	3,8	3,1	1,5	2,0	2,2	7,0	5,8	5,3
Dänemark	1,9	3,2	2,4	2,0	1,8	1,8	2,5	3,9	3,7	3,5
Polen	2,1	6,1	6,4	4,8	1,3	2,4	2,8	13,8	10,5	9,5
Tschechien	0,9	6,1	5,8	5,0	2,1	2,4	2,5	7,1	5,7	5,5
Ungarn	0,8	3,8	2,5	3,3	4,5	7,5	4,0	7,5	7,7	7,6
Rumänien	0,7	7,7	6,3	5,5	6,8	4,0	4,0	7,4	6,8	6,2
Slowakei	0,3	8,3	8,5	6,0	4,8	2,6	3,0	13,4	10,7	9,7
Litauen	0,2	7,5	7,8	6,5	3,7	4,8	5,0	5,6	5,4	5,2
Bulgarien	0,2	6,3	6,0	5,5	7,0	4,2	4,0	9,0	7,4	6,8
Zypern	0,1	3,8	4,0	3,5	2,5	2,3	2,5	4,7	4,5	4,4
Lettland	0,1	10,8	10,5	8,0	6,6	8,5	8,0	6,8	6,7	6,3
Estland	0,1	11,0	9,0	6,0	4,4	5,8	6,0	5,9	4,0	3,5
Malta	0,0	2,5	2,0	2,0	2,6	2,5	2,5	7,4	7,0	7,0
Europäische Union	100,0	3,0	2,8	2,4	2,2	2,1	2,2	7,8	6,8	6,4
Nachrichtlich:										
Europäische Union 15	94,3	2,8	2,7	2,2	2,1	2,0	2,1	7,3	6,5	6,2
Beitrittsländer ^f	5,9	6,2	5,9	4,9	3,2	3,6	3,3	9,9	8,2	7,6
Euroraum	73,6	2,8	2,6	2,2	2,2	1,9	2,1	7,8	6,8	6,5
Euroraum ohne Deutschland	52,9	2,8	2,5	2,0	2,3	1,9	2,2	7,6	6,9	6,6

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

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

besondere der private Verbrauch hier – wie auch im Vereinigten Königreich – empfindlich getroffen würden (Dovern et al. 2007). Ein weiteres Risiko bildet eine erhebliche Aufwertung des Euro, die dazu führen würde, dass sich der reale Außenbeitrag merklich stärker verringert, als in der zentralen Prognose erwartet.

Die wirtschaftliche Aktivität im *Vereinigten Königreich* wird im Prognosezeitraum durch die Geldpolitik gebremst. Der private Verbrauch leidet darunter, dass sich wegen der höheren Zinsen der Schuldendienst vergrößert, zumal die Verschuldung der privaten Haushalte in den vergangenen Jahren stark gestiegen ist. Auch dürfte das Immobilienvermögen langsamer zunehmen, so dass von dieser Seite der Konsum weniger angeregt wird. Die Investitionen werden voraussichtlich in schwächerem Tempo ausgeweitet. Im kommenden Jahr dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt um 2,5 Prozent zunehmen, nach 2,9 Prozent im Jahr 2007 (Tabelle 6).

Tabelle 6:
Eckdaten zur Konjunktur im Vereinigten Königreich 2005–2008

	2005	2006	2007 ^a	2008 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	1,8	2,8	2,9	2,5
Inlandsnachfrage	1,7	3,1	2,9	2,6
Privater Verbrauch	1,5	1,9	2,6	2,1
Staatsverbrauch	2,7	2,4	2,0	2,1
Anlageinvestitionen	1,5	8,0	2,6	2,9
Vorratsveränderungen ^c	-0,1	0,0	-0,1	0,2
Außenbeitrag ^c	0,0	-0,1	0,0	0,0
Exporte	8,2	11,7	-6,7	4,7
Importe	7,1	11,7	-5,9	4,7
Verbraucherpreise ^d	2,0	2,3	2,5	1,9
Arbeitslosenquote ^e	4,8	5,3	5,6	5,5
Leistungsbilanzsaldo ^f	-2,2	-3,4	-3,6	-3,5
Budgetsaldo	-3,2	-2,9	-2,7	-2,6

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

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

Für die *Industrieländer insgesamt* ergibt sich in diesem und im nächsten Jahr ein Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts um 2,4 bzw. 2,0 Prozent (Tabelle 7). Im kommenden Jahr nimmt damit die gesamtwirtschaftliche

Produktion erstmals seit 2003 wieder merklich langsamer zu als im mittelfristigen Trend (2,6 Prozent). Gleichwohl steigt die Arbeitslosigkeit nicht. In vielen Ländern geht sie sogar weiter zurück, was zum Teil auf moderate Lohnabschlüsse, zum Teil auf die Flexibilität des Arbeitsangebots zurückzuführen ist. Die Inflation bleibt moderat.

In den *Entwicklungs- und Schwellenländern* ist von der konjunkturellen Abschwächung in den Vereinigten Staaten bislang wenig sichtbar. Fraglich ist, ob sich die Konjunktur in den Schwellenländern dauerhaft von der in den Vereinigten Staaten abkoppeln kann. Hierfür spricht, dass die Abhängigkeit von Exporten in die Vereinigten Staaten in den vergangenen Jahren geringer geworden ist, nicht zuletzt weil der Außenhandel der Schwellenländer untereinander an Bedeutung gewonnen hat. Vor allem aber sind die Schwellenländer im Allgemeinen deutlich weniger anfällig gegenüber Schwankungen an den internationalen Finanzmärkten. Viele Länder haben dank hoher Exporterlöse und Kapitalzuflüsse einen enormen Bestand an Devisenreserven angehäuft; auch hat sich die fiskalische Position in vielen Ländern – nicht zuletzt in Lateinamerika – stark verbessert. Dies lässt das Risiko von spekulativen Angriffen auf den Wechselkurs – wie in den Jahren 1997 und 1998 im Zuge der Asien- bzw. Russlandkrise oder Anfang dieses Jahrzehnts in Argentinien und Brasilien – deutlich geringer erscheinen. Die Aktienkurse in den Schwellenländern sind in den vergangenen Wochen allenfalls kurzzeitig unter Druck geraten, und auch bei den Wechselkursen herrschte weitgehend Ruhe.⁴ Allerdings wurden die Exporte bislang dadurch begünstigt, dass sich die Schwäche in den Vereinigten Staaten auf den Wohnungsbau und – in geringerem Ausmaß – auf die Ausrüstungsinvestitionen konzentrierte. Hingegen expandierte der private Konsum weiter in zügigem Tempo, ebenso wie die Einfuhr von Konsumgütern, die zu einem besonders

⁴ Eine Ausnahme ist Indonesien, wo die Regierung im August kurzzeitig die Währung mit Interventionen stützte.

Weltkonjunktur verliert an Fahrt

Tabelle 7:

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Industrieländern 2006, 2007 und 2008

	Gewicht ^a	Bruttoinlandsprodukt ^b			Verbraucherpreise ^{b,c}			Arbeitslosenquote ^d		
		2006	2007 ^e	2008 ^e	2006	2007 ^e	2008 ^e	2006	2007 ^e	2008 ^e
Europäische Union	42,5	3,0	2,8	2,4	2,2	2,1	2,2	7,7	6,8	6,4
Schweiz	1,1	2,7	2,2	1,8	1,0	0,6	1,0	4,0	3,6	3,4
Norwegen	1,0	2,9	3,0	2,7	2,3	1,0	2,5	3,5	2,7	2,6
Vereinigte Staaten	38,8	2,9	2,0	1,8	3,2	2,9	2,4	4,6	4,6	5,0
Japan	12,9	2,2	2,0	1,4	0,3	0,0	0,2	4,2	3,8	3,6
Kanada	3,7	2,8	2,4	2,4	2,0	2,2	2,0	6,3	6,3	6,4
Länder insgesamt	100,0	2,9	2,4	2,0	2,3	2,1	2,0	6,1	5,6	5,4

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

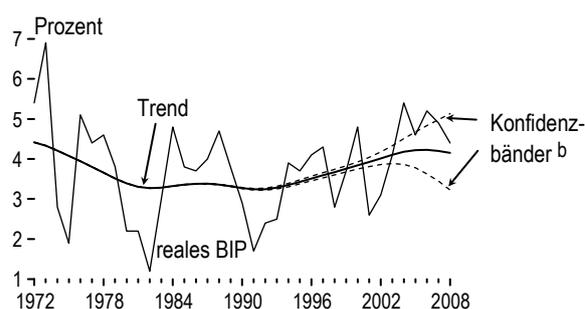
Quelle: Eurostat (2007); OECD (2007b); Statistics Canada (2007a, 2007b); eigene Berechnungen und Prognosen.

hohen Teil aus den Schwellenländern importiert werden. Sollte sich der Anstieg des privaten Konsums in den Vereinigten Staaten, wie wir erwarten, in den kommenden Monaten merklich abschwächen, dürften sich die Aussichten für die Ausfuhr der Entwicklungs- und Schwellenländer eintrüben. Dabei spielt auch die Abflachung der Konjunktur in den übrigen Industrieländern eine Rolle. Alles in allem erwarten wir zwar einen weiter kräftigen Produktionsanstieg in den Schwellenländern, doch dürfte das Tempo der Expansion im kommenden Jahr merklich nachlassen (Tabelle 8). Hierzu trägt auch bei, dass die Rohstoffpreise angesichts des schwächeren Anstiegs der weltweiten Nachfrage und weiter steigenden Angebots tendenziell zurückgehen dürften. Unserer Prognose haben wir einen moderaten Rückgang zugrunde gelegt. Ein ausgeprägter Fall der Notierungen – Rohstoffpreise reagieren häufig stark auf eine veränderte Einschätzung der Marktsituation – würde die Konjunktur in einer Reihe von Schwellenländern spürbar dämpfen und bildet ein Risiko für unsere Prognose.

Bei einer leicht verringerten Dynamik in den Schwellenländern erwarten wir eine Zunahme der Weltproduktion von 4,4 Prozent im nächs-

ten Jahr, nachdem im laufenden Jahr nochmals annähernd 5 Prozent verzeichnet werden dürften (Tabelle 9). Diese Rate ist zwar im langfristigen Vergleich nach wie vor hoch, sie liegt aber nur noch wenig über der aktuellen Rate des Trendwachstums (Abbildung 22), deren Schätzung freilich mit beträchtlicher Unsicherheit behaftet ist (Gern et al. 2006; Gern et al. 2007).

Abbildung 22:
Produktionsanstieg und Trendwachstum in der Weltwirtschaft 1972–2008^a



^aTrend ermittelt mithilfe eines Hodrick-Prescott(100)-Filters. — ^b95-Prozent Konfidenzintervall gemäß Ergebnissen einer Bootstrap-Simulation.

Quelle: IMF (2007); eigene Berechnungen und Prognose.

Weltkonjunktur verliert an Fahrt

Tabelle 8:

Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in ausgewählten Schwellenländern und jungen Industrieländern 2005–2008

	Gewicht ^a	Bruttoinlandsprodukt ^b				Verbraucherpreise ^b			
		2005	2006	2007 ^c	2008 ^c	2005	2006	2007 ^c	2008 ^c
Südkorea	4,3	3,9	5,0	4,5	3,8	2,8	2,5	2,3	2,0
Indonesien	4,3	5,5	5,3	6,0	5,0	10,5	15,0	6,0	5,5
Taiwan	2,8	3,9	4,5	4,6	3,8	2,0	1,5	0,8	1,0
Thailand	2,4	4,7	4,8	4,3	4,5	4,5	4,6	2,2	2,6
Philippinen	1,8	4,8	5,2	5,5	4,6	7,7	6,5	4,0	4,0
Malaysia	1,3	5,3	5,9	5,5	4,6	3,0	3,5	2,2	2,5
Hongkong	1,0	6,0	6,5	6,4	4,8	1,2	2,0	2,0	2,2
Singapur	0,5	5,0	7,7	6,6	4,5	0,8	1,5	1,2	2,0
Insgesamt ^d	18,4	4,7	5,2	5,2	4,4	5,0	5,9	3,0	3,0
China	41,1	9,9	10,7	11,4	10,5	1,8	1,9	4,8	4,0
Indien	15,9	9,2	9,2	8,9	8,0	4,2	6,1	5,8	5,5
Asien insgesamt ^d	75,4	8,5	8,5	9,0	9,4	3,1	3,8	4,6	4,1
Brasilien	6,9	2,9	3,7	4,5	4,0	6,3	4,5	3,5	3,0
Mexiko	4,7	3,0	4,8	2,9	2,7	4,0	4,2	3,8	3,5
Argentinien	2,3	8,7	8,2	7,5	5,5	9,7	11,5	9,0	9,0
Kolumbien	1,5	4,7	6,8	6,0	5,0	5,0	4,5	4,5	4,0
Chile	0,8	6,0	4,2	6,2	5,0	2,9	3,2	3,2	3,0
Peru	0,7	6,0	7,2	6,8	5,5	1,6	2,0	1,2	1,5
Venezuela	0,7	8,8	9,5	6,5	4,5	16,0	15,0	17,5	16,0
Lateinamerika insgesamt ^d	17,7	4,4	5,2	4,9	4,1	6,1	5,6	4,8	4,5
Russland	6,9	6,4	6,8	7,2	6,5	12,5	10,5	8,5	9,0
Insgesamt ^d	100,0	6,6	7,1	7,3	6,5	3,7	3,9	4,2	3,9

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

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

Tabelle 9:

Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2005–2008

	Gewicht ^a	Bruttoinlandsprodukt ^b				Verbraucherpreise ^b			
		2005	2006	2007 ^c	2008 ^c	2005	2006	2007 ^c	2008 ^c
Weltwirtschaft	100	4,7	5,1	4,9	4,4	3,8	4,1	4,1	3,8
darunter:									
Industrieländer	51,0	2,6	2,9	2,4	2,1	2,4	2,3	2,1	2,0
China	15,4	9,9	10,7	11,4	10,5	1,8	1,9	4,8	4,0
Ostasien ^d	6,9	4,7	5,2	5,2	4,4	5,0	5,9	3,0	3,0
Lateinamerika	6,6	4,4	5,2	4,9	4,1	6,1	5,6	4,8	4,5
Indien	5,9	9,2	9,2	8,9	8,0	4,2	6,1	5,8	5,5
Russland	2,6	6,4	6,8	7,2	6,5	12,5	10,5	8,5	9,0
<i>Nachrichtlich:</i>									
Welthandelsvolumen		7,6	9,2	7,0	6,0

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

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

Literatur

- Cabinet Office (2007). Quarterly Estimates of GDP. Via Internet (12. September 2007) <<http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/menu.html>>.
- Carstensen, K. (2007). Is Core Money Growth a Good and Stable Inflation Predictor in the Euro Area? Kiel Working Paper 1318. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Chauvet, M. (1998). An Econometric Characterization of Business Cycle Dynamics with Factor Structure and Regime Switching. *International Economic Review* 39 (4): 969–996.
- Clements, M.P., und H.-M. Krolzig (1997). A Comparison of the Forecast Performance of Markov-Switching and Threshold Autoregressive Models of US GNP. Warwick Economic Research Papers 489. University of Warwick.
- Clements, M.P., und H.-M. Krolzig (2003). Business Cycle Asymmetries: Characterization and Testing Based on Markov-Switching Autoregressions. *Journal of Business & Economic Statistics* 21 (1): 196–211.
- Conference Board (2007). Global Business Cycle Indicators. Via Internet (1. September 2007) <<http://www.conference-board.org/economics/bci/>>.
- Dovern, J., K.-J. Gern, C.-P. Meier und J. Scheide (2007). Nachlassende konjunkturelle Dynamik im Euroraum ohne Deutschland. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2007. Kieler Diskussionsbeiträge 445/446. IfW, Kiel.
- Eurostat (2007). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2007). *Monatsbericht*. September. Frankfurt am Main.
- Federal Reserve Bank of Philadelphia (2007). Real-Time Data Set. Via Internet (20. August 2007) <<http://www.philadelphiafed.org/econ/forecast/reaindex.html>>.
- Federal Reserve Bank of St. Louis (2007). Federal Reserve Economic Database. Via Internet (14. September 2007) <<http://www.research.stlouisfed.org/fred/>>.
- Gern, K.-J., F. Oskamp, B. Sander und J. Scheide (2006). Boom in der Weltwirtschaft geht zu Ende. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2006. Kieler Diskussionsbeiträge 430/431. IfW, Kiel.
- Gern, K.-J., F. Oskamp, B. Sander und J. Scheide (2007). Robuste weltwirtschaftliche Expansion. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Frühjahr 2007. Kieler Diskussionsbeiträge 439/440. IfW, Kiel.
- Hamilton, J. (1989). A New Approach to the Economic Analysis of Non-Stationary Time Series and the Business Cycle. *Econometrica* 57 (2): 357–384.
- Howrey, E.P. (2001). The Predictive Power of the Index of Consumer Sentiment. *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 175–207.
- HWWI (Hamburgisches WeltWirtschaftsInstitut) (2007). HWWI-Rohstoffpreisindex. Via Internet (12. September 2007) <<http://www.hwwa.de/Forschung/Konjunktur/Rohstoffpreise/Ueberblick.htm>>.
- IMF (International Monetary Fund) (2007). *International Financial Statistics*. September. Washington, D.C.
- Kholodilin, K.A., und V.W. Yao (2005) Measuring and Predicting Turning Points Using a Dynamic Bi-Factor Model. *International Journal of Forecasting* 21 (3): 525–537.
- Kiff, J., und P. Mills (2007). Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets. IMF Working Paper 07/188. International Monetary Fund, Washington, D.C.

- Kim, C.-J., und C.R. Nelson (1998). Business Cycle Turning Points, a New Coincident Index, and Tests of Duration Dependence Based on a Dynamic Factor Model with Regime Switching. *The Review of Economics and Statistics* 80 (2): 188–201.
- Mishkin, F. (2007). Housing and the Monetary Transmission Mechanism. Finance and Economics Discussion Series 2007-40. Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board. Washington, D.C.
- Morgan Stanley (2007). Global Economic Forum: Predicting Recessions: An Alternative Framework. Via Internet (3. September 2007) <www.morganstanley.com/views/gef/archive/2007/20070903-Mon.html>.
- NBER (National Bureau of Economic Research) (2007). Business Cycle Expansions and Contractions. Via Internet (1. September 2007) <<http://www.nber.org/cycles.html/>>.
- National Bureau of Statistics of China (2007). Via Internet (12. September 2007) <<http://www.stats.gov.cn/english/>>
- NiGEM (2007). Basic Model Details. Via Internet (14. September 2007) <<http://www.niesr.ac.uk/pdf/nigem3.pdf>>.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2007a). *Economic Outlook*. June. Paris.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2007b). *Main Economic Indicators*. August. Paris.
- Office for National Statistics (2007). Economy. Via Internet (24. August 2007) <<http://www.statistics.gov.uk/default.asp>>.
- Statistics Bureau of Japan (2007). Consumer Price Index. Via Internet (12. September 2007) <http://www.stat.go.jp/english/data/cpi/index.htm>.
- Statistics Canada (2007a). Canadian Economic Observer. Via Internet (16. August 2007) <http://www.statcan.ca/english/freepub/11-010-XIB/11-010-XIB2007002.pdf>>.
- Statistics Canada (2007b). Canadian Economic Accounts. Via Internet (31. August 2007) <http://www.statcan.ca/Daily/English/070302/d070302a.htm>>.
- The White House (2007). Fact Sheet: New Steps to Help Homeowners Avoid Foreclosure. Via Internet (2. September) <<http://www.whitehouse.gov/news/releases/2007/08/20070831-4.html>>.
- University of Michigan (2007). Survey of Consumers. Via Internet (1. September 2007) <<http://www.sca.isr.umich.edu/main.php>>
- US Department of Commerce (2007). Bureau of Economic Analysis: National Economic Accounts. Via Internet (14. September 2007) <<http://www.bea.gov/national/index.htm#gdp.htm>>.
- US Department of Labor (2007a). Bureau of Labor Statistics. Employment Situation. Via Internet (14. September 2007) <<http://www.bls.gov/news.release/empsit.toc.htm>>.
- US Department of Labor (2007b). Bureau of Labor Statistics. Consumer Price Indexes. Via Internet (10. September 2007) <<http://www.bls.gov/cpi/home.htm>>.
- US Department of the Treasury (2007). Monthly Treasury Statement. Via Internet (14. September 2007) <<http://fms.treas.gov/mts/index.html>>.