

Dovern, Jonas; Gern, Klaus-Jürgen; Meier, Carsten-Patrick; Scheide, Joachim

**Book Part — Published Version**

## Nachlassende konjunkturelle Dynamik im Euroraum ohne Deutschland

**Provided in Cooperation with:**

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

*Suggested Citation:* Dovern, Jonas; Gern, Klaus-Jürgen; Meier, Carsten-Patrick; Scheide, Joachim (2007) : Nachlassende konjunkturelle Dynamik im Euroraum ohne Deutschland, In: Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2007, Institut für Weltwirtschaft (IfW), Kiel, pp. 28-39

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/4094>

**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.*

# Nachlassende konjunkturelle Dynamik im Euroraum ohne Deutschland

Jonas Dovern, Klaus-Jürgen Gern, Carsten-Patrick Meier und Joachim Scheide

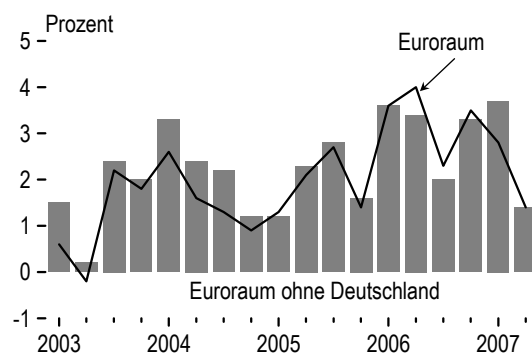
## Zusammenfassung:

Die konjunkturelle Grundtendenz im Euroraum ohne Deutschland hat sich etwas abgeschwächt, sie bleibt aber aufwärts gerichtet. Dabei ist nach wie vor der private Konsum eine Stütze der Konjunktur. Vor allem weil der Produktionsanstieg im zweiten Quartal in einer Reihe von Ländern des Euroraums deutlich schwächer ausfiel, als im Sommer aufgrund von positiven Konjunkturindikatoren zu erwarten gewesen war, nehmen wir unsere Prognose für den Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts im Euroraum ohne Deutschland für das laufende Jahr von 2,8 Prozent auf 2,5 Prozent zurück. Im Jahr 2008 dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion um 2,1 Prozent ausgeweitet werden (vorher: 2,4 Prozent). Maßgeblich für die konjunkturelle Abschwächung sind die momentanen Finanzmarktunruhen, die Verlangsamung der Weltkonjunktur und die Wirkung der strafferen Geldpolitik.

Nach einem recht kräftigen Zuwachs im ersten Quartal nahm das reale Bruttoinlandsprodukt im Euroraum ohne Deutschland im zweiten Quartal nur noch mit einer laufenden Jahresrate von 1,4 Prozent zu (Abbildung 1). Diese niedrige Zuwachsrate ist – ähnlich wie die für Deutschland – nicht im Einklang mit Indikatoren wie den Umfrageergebnissen zur Geschäftslage der Unternehmen und der Einschätzung der Einkaufsmanager, die gewöhnlich die konjunkturelle Dynamik relativ verlässlich anzeigen. Überraschungen gab es in einer Reihe von Ländern. Insbesondere in Frankreich, Italien und in den Niederlanden nahm das reale Bruttoinlandsprodukt schwächer zu als erwartet. Wahrscheinlich ist die Zuwachsrate der gesamtwirtschaftlichen Produktion im zweiten Quartal durch Sondereffekte, etwa Kalender- oder Witterungseffekte, gedrückt, und das zugrunde liegende konjunkturelle Fahrttempo war spürbar höher als von der Statistik ausgewiesen.

Eine wichtige konjunkturelle Stütze im Euroraum ohne Deutschland ist nach wie vor der private Konsum (Abbildung 2). Er expandierte im zweiten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von 2,8 Prozent deutlich. Die Investitionen, die im Winterhalbjahr kräftig ausgeweitet worden waren, legten nur noch in moderatem Tempo zu. Hier dürfte sich ein Rückgang bei den Bauinvestitionen bemerkbar gemacht haben, der vermutlich zu einem Teil als Reaktion

Abbildung 1:  
Reales Bruttoinlandsprodukt 2003–2007<sup>a</sup>

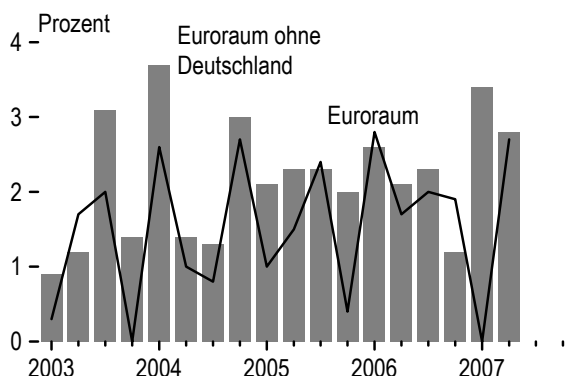


<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: Eurostat (2007); eigene Berechnungen.

## Nachlassende konjunkturelle Dynamik im Euroraum ohne Deutschland

Abbildung 2:  
Privater Konsum 2003–2007<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet.

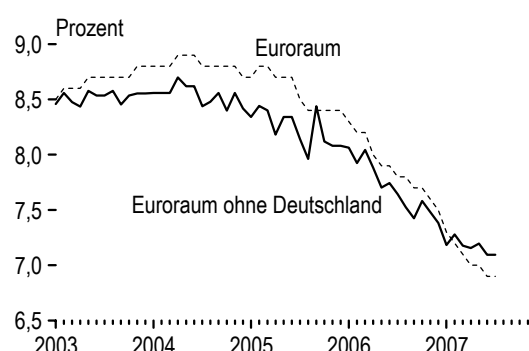
Quelle: Eurostat (2007); eigene Berechnungen.

auf ein witterungsbedingt hohes Niveau im ersten Quartal zu werten ist, aber wohl auch Ausdruck dessen ist, dass der langjährige Wohnungsbauboom als Folge der geldpolitischen Straffung und des zunehmenden Überangebots an den Immobilienmärkten zu Ende geht.

Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich im bisherigen Verlauf des Jahres weiter verbessert. Die Zahl der Beschäftigten nahm in der ersten Jahreshälfte in kräftigem Tempo – zuletzt mit einer laufenden Jahresrate von rund 2 Prozent – zu. Der Rückgang der Arbeitslosigkeit setzte sich fort, auch wenn sich das Tempo der Abnahme seit dem Winter etwas verringert hat. Mit einer Rate von 7,1 Prozent ist die Arbeitslosenquote im Juli auf einem neuen Tiefstand gesunken (Abbildung 3).

Der Preisauftrieb im Euroraum ohne Deutschland verläuft seit geraumer Zeit in ruhigen Bahnen. Die Zunahme der Kernrate (HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel), die bis zum Frühjahr zu verzeichnen gewesen war, hat sich nicht fortgesetzt. Der Anstieg der Verbraucherpreise insgesamt lag im August bei einer Rate von 1,7 Prozent (Abbildung 4). Er unterschritt damit zum fünften Mal in Folge jenen in Deutschland, der nicht zuletzt durch die Mehrwertsteuererhöhung nach oben getrieben worden ist. Im Euroraum insgesamt lag die Inflationsrate im August im zwölften Monat in Folge unter der 2-Prozent-Marke.

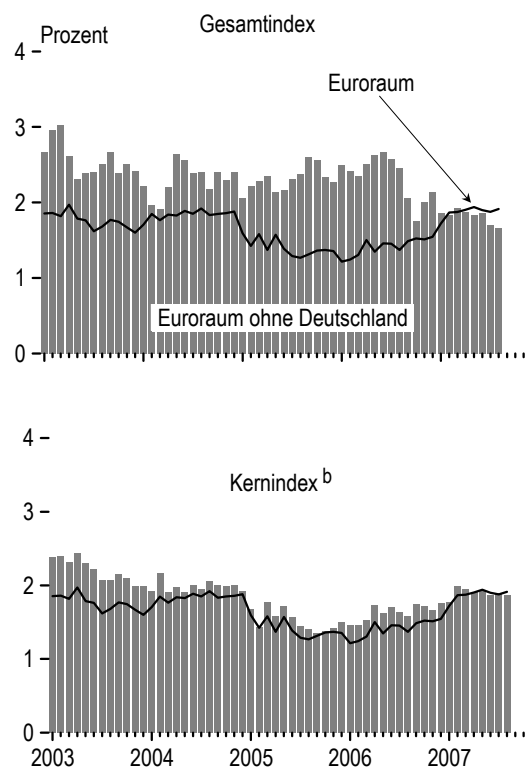
Abbildung 3:  
Arbeitslosenquote 2003–2007<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Saisonbereinigt.

Quelle: EZB (2007); eigene Berechnungen.

Abbildung 4:  
Verbraucherpreise 2003–2007<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Anstieg gegenüber dem Vorjahr. — <sup>b</sup>Gesamtindex ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak.

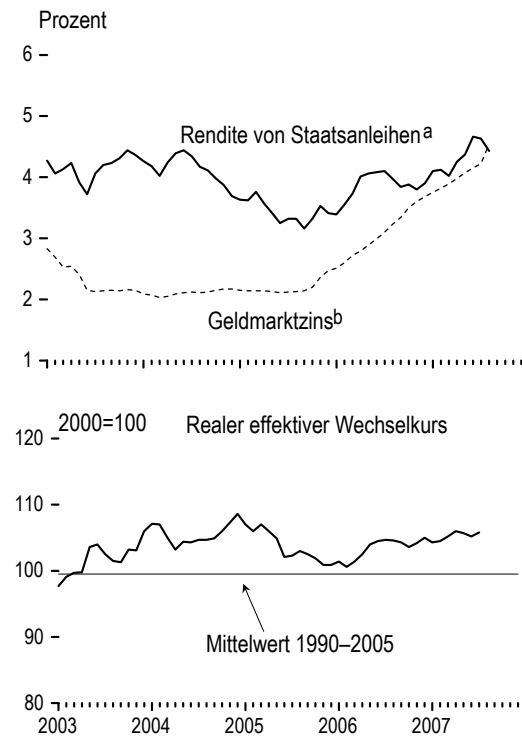
Quelle: EZB (2007); eigene Berechnungen.

## Monetäre Rahmenbedingungen verschlechtern sich

Aufgrund der Finanzmarkturbulenzen haben sich die Zinsen im Euroraum – wie auch in anderen Ländern – erheblich verändert. Hatten die Geldmarktzinsen bis Anfang Juli noch moderat angezogen, schnellten sie danach in die Höhe. So kostete Dreimonatsgeld zuletzt reichlich 4,7 Prozent; im Juli hatte der Satz noch 4,2 Prozent betragen. Der markante Zinsanstieg spiegelt das knappere Angebot an den Märkten, das offenbar daraus resultiert, dass das Vertrauen der Geschäftsbanken untereinander gelitten hat. Zeitweise drohte das Angebot sogar völlig zu versiegen. Als Reaktion darauf hat die Europäische Zentralbank (EZB) den Märkten an mehreren Tagen in massivem Umfang zusätzliche Liquidität zugeführt. In der Folge beruhigte sich die Lage, was den Handel mit Tagesgeld angeht, relativ rasch, und die Zinsen bildeten sich hier auf das normale Niveau zurück. Beim Dreimonatsgeld blieb es jedoch bei dem erhöhten Zinsniveau, obwohl die EZB zeitweise auch hier ein zusätzliches Angebot bereit stellte. Eine entgegengesetzte Bewegung gab es bei den Renditen für Staatsanleihen. Diese wurden offenbar als besonders sichere Anlagen angesehen und entsprechend stark nachgefragt. Die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen belief sich zuletzt auf rund 4,2 Prozent (Abbildung 5).

Infolge der Turbulenzen haben sich die monetären Rahmenbedingungen insgesamt spürbar verschlechtert; der kurzfristige Realzins, vereinfachend berechnet als der Nominalzins vermindert um die Inflationsrate, lag zuletzt bei etwa  $2\frac{3}{4}$  Prozent und damit deutlich höher als noch vor wenigen Monaten, als er mit rund 2 Prozent in etwa dem neutralen Niveau entsprach. Besonders deutlich haben sich die Finanzierungsbedingungen an den Aktienmärkten verschlechtert, da die Kurse kräftig gesunken sind. In dieselbe Richtung wirkt, dass es für Unternehmensanleihen in jüngster Zeit einen hohen Risikoaufschlag gab und so die Finanzierung zusätzlich erschwert wurde. Eine Folge der Turbulenzen war auch, dass der amerikanische Dollar gegenüber wichtigen Währungen zunächst

Abbildung 5:  
Monetäre Rahmenbedingungen im Euroraum 2003–2007



<sup>a</sup>Mit 10-jähriger Restlaufzeit. — <sup>b</sup>Dreimonatsgeld.

Quelle: EZB (2007); eigene Berechnungen.

etwas an Wert gewann. In jüngster Zeit hat der Euro jedoch wieder aufgewertet und ein Rekordhoch gegenüber dem US-Dollar erreicht. Gleichwohl hat sich der reale effektive Wechselkurs des Euro im Verlauf dieses Jahres nur geringfügig erhöht.

Für die Prognose ist unterstellt, dass sich die Unsicherheiten an den Märkten in nächster Zeit verringern, da mehr und mehr klar werden dürfte, wo Verluste infolge risikoreicher Investitionen auftreten werden. Die Wahrscheinlichkeit einer Stabilitätskrise im Bankensystem ist zwar in den letzten Wochen gestiegen; sie ist aber alles in allem immer noch gering, nicht zuletzt, weil die EZB deutlich gemacht hat, dass sie kurzfristigen Liquiditätsengpässen rasch und entschlossen entgegen zu treten gewillt ist. In nächster Zeit müssen hypothekengesicherte Anleihen refinanziert werden; bei der Umschuldung wird deutlich werden, welche Banken Probleme haben und welche nicht. Sobald die Transparenz hinsichtlich der Engagements

und der zu erwartenden Verluste wieder größer ist, werden sich die Zinsen am Geldmarkt normalisieren. Sie werden dann wieder vorwiegend die Erwartungen der Marktteilnehmer über die künftige Zinspolitik der EZB widerspiegeln. Sollte dieser Prozess, wie wir annehmen, in den nächsten Wochen weit vorankommen, werden die realwirtschaftlichen Auswirkungen des jüngsten Zinsanstiegs eng begrenzt bleiben. Der Satz für Dreimonatsgeld dürfte sich bis zum Jahresende auf einem Niveau von etwa 4,4 Prozent einpendeln.

Vor dem Hintergrund der Finanzmarktunbullenzen hat die EZB am 6. September den maßgeblichen Leitzins (Mindestbietungssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems) unverändert gelassen. Dieses Stillhalten bei den Leitzinsen ist mit Blick auf die Inflationsperspektiven unproblematisch, denn die Prognosen für den Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts und des HVPI sind in den vergangenen Monaten nicht mehr angehoben, sondern teilweise sogar leicht gesenkt worden; dies gilt auch für die Projektionen des Stabes der EZB (Tabelle 1). Für den Prognosezeitraum rechnen wir nunmehr damit, dass die EZB den Leitzins nur noch ein weiteres Mal, auf 4,25 Prozent, erhöht. Dies impliziert einen Zinsschritt weniger, als von uns und von vielen Marktteilnehmern im Sommer erwartet worden war. Der Grund für die Korrektur unserer Einschätzung ist, dass der konjunkturelle Aufschwung im Euroraum insbesondere deshalb, weil die Impulse aus dem Ausland etwas nachgelassen haben, schwächer verläuft als damals

erwartet, aber auch dass sich die Finanzierungskosten mit der Neubewertung der Risiken an den internationalen Finanzmärkten dauerhaft erhöht haben dürften. Die Kapazitätsauslastung im Euroraum wird etwas langsamer zunehmen. Sie spielt in der von uns verwendeten empirischen Reaktionsfunktion<sup>1</sup> eine wichtige Rolle. Aus der Schätzung folgt nun, dass die EZB den Leitzins voraussichtlich auf dem nach einer weiteren Anhebung erreichten Niveau von 4,25 Prozent belassen wird (Abbildung 6).<sup>2</sup> Dabei ist zum einen unsere Prognose bezüglich der gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung enthalten; zum anderen enthält die Gleichung die Erwartung der Professional Forecasters, nach der die Inflationsrate bei 2 Prozent verharren wird. Alles in allem wird die Geldpolitik im Prognosezeitraum in etwa neutral ausgerichtet sein.

Im Zusammenhang mit den Finanzmarktunbullenzen wurde vielfach gefordert, die EZB solle die Leitzinsen senken. Dafür, die Zinsen nicht zu senken, spricht jedoch die anhaltend rasche Geldmengenexpansion. Die EZB hat immer wieder betont, dass sie in der hohen Liquiditätsausstattung im Euroraum ein Risiko für die Preisniveaustabilität auf mittlere Sicht sieht. Seit Mitte 2004 hat die Geldmenge M3 beschleunigt zugenommen, die Zuwachsraten haben sich im Verlauf dieses Jahres sogar auf mehr als 11 Prozent erhöht. Auch wurden die Kredite an den privaten Sektor bis zuletzt sehr kräftig ausgeweitet. Die EZB sollte in der gegenwärtigen Situation ihre Zinsen auch deshalb nicht senken, wie dies die amerikanische Notenbank gerade getan hat, weil die konjunkturelle Situation im Euroraum eine andere ist als in den Vereinigten Staaten. Die Fed hatte die Zinsen früher und deutlich stärker erhöht als die EZB. Diese Straffung hat inzwischen großenteils die gewünschten Wirkungen erzielt; so haben sich die Inflationsgefahren spürbar vermindert. Daher ist es für die Fed angemessen, auf die zunehmenden Konjunkturrisiken mit Zinssenkungen zu reagieren.

Tabelle 1:  
Projektionen von Experten des Eurosystems für den Euroraum<sup>a</sup>

Monat	BIP- Anstieg 2007	BIP- Anstieg 2008	Inflations- rate 2007	Inflations- rate 2008
Dezember 2006	2,2	2,3	2,0	1,9
März 2007	2,5	2,4	1,8	2,0
Juni 2007	2,6	2,3	2,0	2,0
September 2007	2,5	2,3	2,0	2,0

<sup>a</sup>Mittelwert der jeweils ausgewiesenen Intervalle.

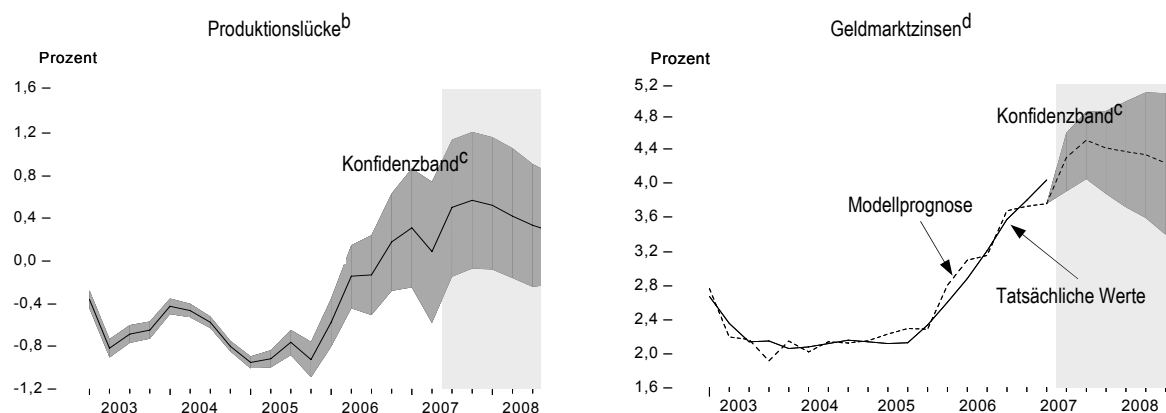
Quelle: EZB (2007).

<sup>1</sup> Zur Beschreibung der Gleichung und der Schätzmethode vgl. Gern et al. (2006: Kasten 1).

<sup>2</sup> Die Prognoseunsicherheit wird durch das angegebene Konfidenzintervall abgebildet.

## Nachlassende konjunkturelle Dynamik im Euroraum ohne Deutschland

Abbildung 6:  
Geldmarktzinsen und Produktionslücke 2003–2008<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Prognose ab 2007 III. — <sup>b</sup>Geschätzt mittels HP-Filter. — <sup>c</sup>90-Prozent-Konfidenzband; ermittelt durch Bootstrap-Simulation. — <sup>d</sup>3-Monatssatz.

Quelle: EZB (lfd. Jgg.); eigene Berechnungen und Prognosen.

## Konjunkturbereinigte Budgetdefizite werden kaum zurückgeführt

In den Ländern des Euroraums ohne Deutschland dürften die Budgetdefizite im laufenden Jahr leicht sinken. Die zusammengefasste Defizitquote wird bei reichlich 1 Prozent liegen, nach 1,5 Prozent im Jahr 2006 (Tabelle 2). Die Lage der öffentlichen Finanzen dürfte sich allerdings nicht zuletzt deshalb verbessern, weil die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung im Durchschnitt dieses Jahres leicht zunehmen wird. Zum Teil setzt sich offenbar auch der ungewöhnlich starke Anstieg der Steuereinnahmen fort. Konsolidierungsmaßnahmen spielen hingegen in kaum einem Land eine wesentliche Rolle, vor allem nicht in denjenigen Ländern, die immer noch vergleichsweise große Fehlbeiträge aufweisen; das betrifft insbesondere Frankreich und Italien.

Zu den Ländern, gegen die das Defizitverfahren kürzlich aufgehoben wurde, gehören neben Deutschland auch Frankreich und Griechenland. Für Frankreich sind die Auswirkungen der staatlichen Maßnahmen auf das Budget nur schwer abzuschätzen, zum Teil fehlen noch konkrete Beschlüsse. Auf der Einnahmenseite werden die Steuern und Abgaben deutlich gesenkt.

Tabelle 2:  
Budgetsaldo des Staates im Euroraum 2005–2008<sup>a</sup>

	2005	2006	2007 <sup>b</sup>	2008 <sup>b</sup>
Deutschland	-3,2	-1,6	0,0	0,2
Frankreich	-3,0	-2,5	-2,7	-2,9
Italien	-4,2	-4,4	-2,5	-2,4
Spanien	1,1	1,8	2,0	0,9
Niederlande	-0,3	0,5	-0,3	0,5
Belgien	0,0	0,2	-0,3	-0,5
Österreich	-1,5	-1,2	-0,6	-0,6
Griechenland	-4,5	-2,3	-2,5	-2,1
Irland	1,0	2,9	1,0	0,2
Finnland	2,7	3,9	4,2	4,0
Portugal	-5,9	-3,9	-3,5	-2,9
Luxemburg	-1,0	0,1	0,5	0,5
Slowenien	-1,4	-1,4	-1,2	-1,2
Euroraum	-2,3	-1,6	-0,8	-0,9
Euroraum ohne Deutschland	-2,0	-1,5	-1,2	-1,3

<sup>a</sup>In Prozent des Bruttoinlandsprodukts. — <sup>b</sup>Prognose.

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

Selbst wenn man unterstellt, dass es gelingt, den Ausgabenanstieg spürbar zu dämpfen, beispielsweise indem wie angekündigt die Zahl der Beschäftigten im öffentlichen Dienst etwas verringert wird und Einschnitte bei der Rentenversicherung vorgenommen werden, dürfte das Haushaltsdefizit auf annähernd 3 Prozent steigen. Auch in Griechenland werden die Staatsausgaben diskretionär kaum gesenkt. Die Maß-

nahmen zur Verringerung des Defizits erstrecken sich vorwiegend auf die Einnahmenseite; so werden direkte und indirekte Steuern geringfügig erhöht, und einmalig werden Einnahmen beispielsweise durch den Verkauf von Grundstücken erzielt. In den Ländern, gegen die das Defizitverfahren noch läuft (Italien und Portugal), bleiben die Maßnahmen voraussichtlich ebenfalls hinter dem zurück, was gemäß dem Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) erforderlich wäre. In Italien werden die Sozialabgaben erhöht, und es wird versucht, die Steuerflucht zu bremsen; gleichzeitig bleibt der Pfad der Ausgaben aber weitgehend unverändert, weil den Kürzungen der Ausgaben im Zentralhaushalt und bei den Gemeinden eine hohe Zunahme der Sozialtransfers gegenübersteht. In Portugal werden einzelne Verbrauchsteuern angehoben; auf der Ausgabenseite soll geringfügig im Gesundheitswesen gespart werden.

Alles in allem werden die Defizite in diesem Jahr vermutlich etwas niedriger sein als in den jeweiligen nationalen Stabilitätsprogrammen projiziert; dies ist allerdings größtenteils der überraschend guten Konjunktur geschuldet. Die Haushaltskonsolidierung macht hingegen nur geringe Fortschritte; die Maßnahmen bleiben weit hinter dem zurück, was nach den Bestimmungen des Stabilitäts- und Wachstumspakts erforderlich ist. Danach sollen Länder, die das mittelfristige Ziel eines Budgetausgleichs noch nicht erreicht haben, gerade in konjunkturell „guten Zeiten“ ihr strukturelles Defizit deutlich verringern, nämlich im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt um mehr als die Norm von 0,5 Prozentpunkten. Zwar sind die „guten Zeiten“ definiert als Jahre, in denen die Produktionslücke positiv ist.<sup>3</sup> Und dies ist nach den Schätzungen der Europäischen Kommission in diesem Jahr nicht gegeben. Gleichwohl hat sich der Ministerrat dafür ausgesprochen, die gegenwärtig günstige Konjunkturlage dazu zu nutzen, die Verringerung der Budgetdefizite zu beschleunigen (Europäische Kommission 2007b:

<sup>3</sup> Diese Definition wurde bei der Reform des SWP im Jahr 2005 eingeführt. Sie wurde unter anderem deshalb kritisiert (Benner et al. 2005: 326), weil die empirische Bestimmung der Produktionslücke nicht eindeutig ist und so eine klare Orientierung für die Finanzpolitik fehlt.

33). Dies ist zumeist nicht umgesetzt worden. Problematisch ist ferner, dass es kaum Hinweise auf konkrete Maßnahmen gibt, mit denen die Rückführung der strukturellen Defizite in den kommenden Jahren herbeigeführt werden soll. Für das Jahr 2008 ist eine nennenswerte Abnahme des strukturellen Budgetdefizits im Euroraum ohne Deutschland nicht zu erwarten. Die tatsächliche Defizitquote dürfte ähnlich hoch sein wie im laufenden Jahr.

### Anhaltend moderater Lohnkosten- auftrieb

---

Der Lohnauftrieb im Euroraum außerhalb Deutschlands hat sich in den ersten Monaten des Jahres 2007 leicht beschleunigt; er blieb mit einem Zuwachs des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer von reichlich 3 Prozent im ersten Quartal (neuere Daten liegen noch nicht vor) freilich moderat. Der im Vergleich zum Vorquartal etwas höhere Anstieg der Arbeitskosten war vor allem darauf zurückzuführen, dass die Löhne im öffentlichen Dienst in Italien gegen Ende des vergangenen Jahres durch Sonderfaktoren gedrückt waren. Eine nachhaltige Beschleunigung des Lohnanstiegs zeichnet sich trotz der inzwischen recht hohen Kapazitätsauslastung nach wie vor nicht ab. Im Euroraum insgesamt belief sich der Zuwachs beim Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer auf 2,5 Prozent und war damit etwas höher als im Jahr 2006 (2,2 Prozent), weil die Löhne in Deutschland inzwischen leicht angezogen haben. Der Anstieg der Arbeitskosten je Stunde war hingegen zu Beginn des Jahres niedriger als im Durchschnitt des vergangenen Jahres. Die Tarifverdienste im Euroraum, für die bereits Informationen für das zweite Quartal vorliegen, nahmen weiterhin in dem moderaten Tempo zu, das nun schon seit einigen Jahren zu verzeichnen ist.

Für den Prognosezeitraum erwarten wir für den Euroraum insgesamt eine weitere leichte Beschleunigung des Anstiegs des Arbeitnehmerentgelts je Arbeitnehmer. Dies ist jedoch vor allem darauf zurückzuführen, dass sich die Schere bei der Arbeitskostenentwicklung zwi-

schen Deutschland und dem übrigen Euroraum weiter schließen dürfte. Außerhalb Deutschlands erwarten wir für 2007 und 2008 lediglich für die Niederlande, wo der Arbeitsmarkt inzwischen sehr angespannt ist, einen deutlich höheren Lohnanstieg als in den Vorjahren (Tabelle 3). Für die anderen Länder deuten die vorliegenden Informationen auf einen kaum veränderten Lohnanstieg hin; zum Teil ist sogar eine Abschwächung zu erwarten. Dies gilt vor allem für Spanien und Irland, wo der Boom am Immobilienmarkt zu Ende geht und die Nachfrage nach Arbeitskräften merklich verlangsamt zu nehmen dürfte.

Die Lohnstückkosten im Euroraum ohne Deutschland sind im vergangenen Jahr vor allem konjunkturbedingt langsamer gestiegen als im Jahr zuvor (Tabelle 4). Für dieses und das nächste Jahr erwarten wir hier eine weiterhin geringe Zunahme der Lohnstückkosten. Da gleichzeitig allerdings die Lohnstückkosten in Deutschland deutlich beschleunigt steigen werden (Boss et al. 2007), dürfte im Euroraum insgesamt der Kostendruck von der Lohnseite zunehmen. Der Anstieg der Lohnstückkosten wird allerdings weiter unter 2 Prozent bleiben. Damit wird die Entwicklung der Arbeitskosten nach wie vor mit dem Erreichen des Stabilitätsziels der EZB vereinbar sein.

Tabelle 3:  
Lohnanstieg im Euroraum 2005–2008<sup>a</sup>

	2005	2006	2007 <sup>b</sup>	2008 <sup>b</sup>
Deutschland	-0,1	1,1	1,7	3,0
Frankreich	2,8	3,3	3,0	2,8
Italien	2,9	3,0	3,0	3,0
Spanien	2,6	3,4	3,3	3,0
Niederlande	1,5	1,0	3,0	3,5
Belgien	2,4	2,7	2,5	2,5
Österreich	1,6	2,3	2,4	2,5
Griechenland	6,5	6,0	5,5	5,0
Irland	5,0	4,8	4,5	4,3
Finnland	3,8	3,4	2,7	3,2
Portugal	2,9	2,4	2,5	2,6
Luxemburg	3,7	2,3	2,8	2,5
Slowenien	5,4	4,8	5,0	5,0

<sup>a</sup>Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer, Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>b</sup>Prognose.

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

Tabelle 4:  
Arbeitskosten und Produktivität im Euroraum 2005–2008

	2005	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer <sup>b</sup>				
Euroraum	1,8	2,2	2,5	2,8
Euroraum ohne Deutschland	2,5	2,7	2,8	2,7
Arbeitsproduktivität <sup>b,c</sup>				
Euroraum	0,6	1,3	1,0	1,2
Euroraum ohne Deutschland	0,5	0,9	1,3	1,0
Lohnstückkosten <sup>b</sup>				
Euroraum	1,2	0,9	1,5	1,9
Euroraum ohne Deutschland	2,0	1,7	1,5	1,7

<sup>a</sup>Prognose. — <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>c</sup>Reales BIP je Beschäftigten.

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

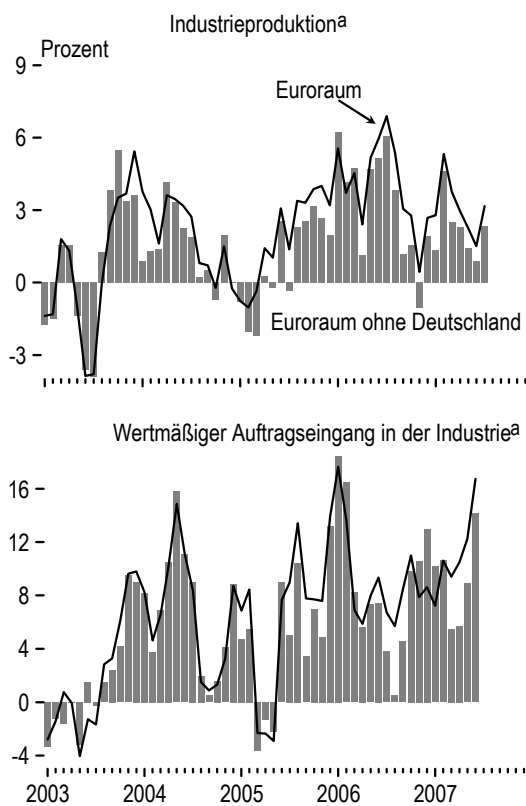
## Ausblick: Kapazitätsauslastung im Euroraum ohne Deutschland nimmt kaum noch zu

Eine Reihe von Indikatoren deutet darauf hin, dass sich die gesamtwirtschaftliche Produktion im Euroraum ohne Deutschland im dritten Quartal wieder deutlich beschleunigt hat. So war die Industrieproduktion im Juli deutlich im Plus, und die Auftragseingänge im verarbeitenden Gewerbe sind nach der Flaute vom Frühjahr zuletzt wieder merklich rascher gestiegen (Abbildung 7). Ähnlich wie in Deutschland hat sich das Geschäftsklima im übrigen Euroraum zuletzt zwar leicht verschlechtert, befindet sich aber weiterhin auf einem im historischen Vergleich extrem hohen Niveau (Abbildung 8). Für eine positive Entwicklung spricht auch das Konsumklima. Auf eine zunächst noch hohe konjunkturelle Dynamik deutet zudem der EUROFRAME-Indikator hin (Abbildung 9). Vor diesem Hintergrund erwarten wir für das dritte Quartal einen recht kräftigen Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts im Euroraum ohne Deutschland, der teilweise als Korrektur des überraschend flachen Anstiegs im zweiten Quartal zu werten ist.



## Nachlassende konjunkturelle Dynamik im Euroraum ohne Deutschland

Abbildung 7:  
Produktion und Nachfrage 2003–2007<sup>a</sup>

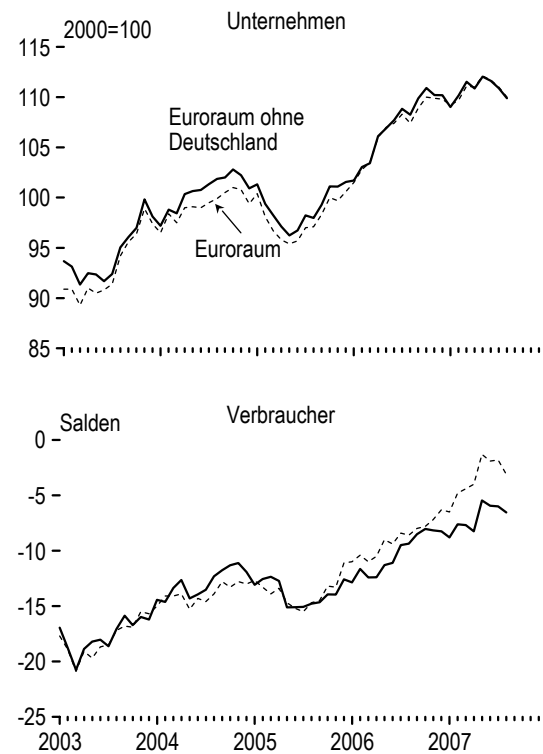


<sup>a</sup>Veränderung in den vergangenen drei Monaten auf Jahresrate hochgerechnet.

Quelle: EZB (2007); eigene Berechnungen.

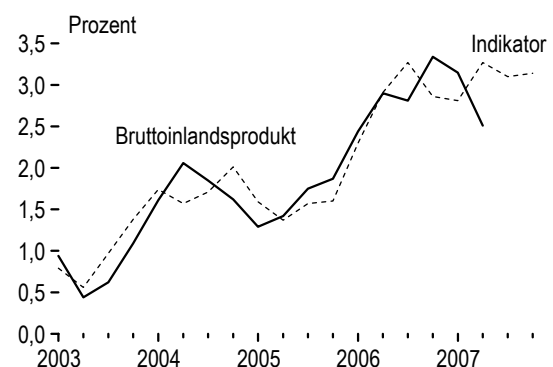
Im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums dürfte sich die monetäre Straffung mehr und mehr bemerkbar machen. Ein wichtiger Kanal ist der Markt für Wohnimmobilien. Der Immobilienpreisanstieg, der in einer Reihe von Ländern lange Zeit sehr kräftig war, hat sich bedingt durch die höheren Zinsen seit etwa Mitte vergangenen Jahres stark abgeflacht; in Irland waren die Preise zuletzt sogar leicht rückläufig. Ein Ende des Booms am Immobilienmarkt dämpft zunächst über ein Nachlassen der Wohnungsbautätigkeit direkt die gesamtwirtschaftliche Produktion. Mit der zurückgehenden Beschäftigung im Bausektor sind darüber hinaus Einkommensverluste verbunden, die den privaten Konsum belasten. Hinzu kommt, dass der

Abbildung 8:  
Stimmungsindikatoren 2003–2007



Quelle: Europäische Kommission (2007c); eigene Berechnungen.

Abbildung 9:  
EUROFRAME-Indikator und reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum 2003–2007<sup>a,b</sup>



<sup>a</sup>Real. — <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

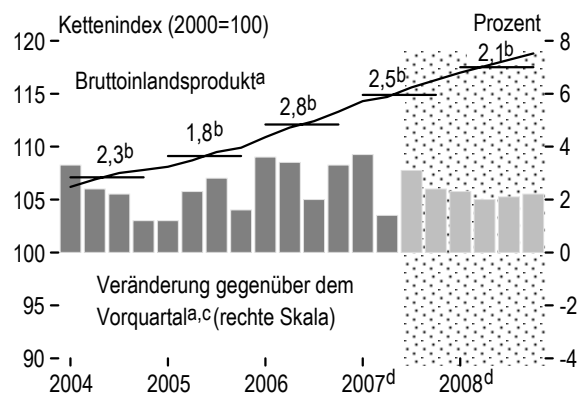
Quelle: Eurostat (2007); EUROFRAME (2007).

## Nachlassende konjunkturelle Dynamik im Euroraum ohne Deutschland

weitgehende Fortfall von Vermögenszuwächsen oder – im Fall von Preisrückgängen am Immobilienmarkt – sogar negative Vermögenseffekte darauf hinwirken, dass die Sparquote zunimmt. So wird der private Konsum im Euroraum ohne Deutschland im Verlauf an Schwung verlieren (Tabelle 5). Allerdings wirken ein anhaltender Beschäftigungszuwachs und höhere Reallohnzuwächse einer starken Abschwächung der Expansion des privaten Konsums entgegen. Angesichts weniger günstiger Absatzerwartungen und Finanzierungsbedingungen wird auch der Zuwachs der Unternehmensinvestitionen allmählich geringer. Schließlich lassen die Impulse von der Auslandsnachfrage nach; der reale Außenbeitrag dürfte sich im Prognosezeitraum verringern. Alles in allem wird das reale Bruttoinlandsprodukt im Euroraum ohne Deutschland nach dem Herbst wohl tendenziell nicht mehr rascher steigen als das Produktionspotential. Im Jahresdurchschnitt 2008 dürfte es sein Vorjahresniveau um 2,1 Prozent übersteigen, nach 2,5 Prozent in diesem Jahr (Abbildung 10). Für den Euroraum insgesamt ergibt sich bei einer in Deutschland im zweiten Halbjahr 2007 etwas höheren konjunkturellen

Abbildung 10:

Reales Bruttoinlandsprodukt im Euroraum ohne Deutschland 2004–2008



<sup>a</sup>Arbeitstäglich- und saisonbereinigt. — <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr in Prozent. — <sup>c</sup>Auf Jahresrate hochgerechnet. — <sup>d</sup>Ab 2007 III: Prognose.

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

Dynamik und bei im Verlauf des kommenden Jahres geringfügig kleineren Zuwachsraten der gesamtwirtschaftlichen Produktion (vgl. Boss et al. 2007) ein Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts in ähnlicher Größenordnung (Tabelle 6). Besonders deutlich fällt die Abschwächung

Tabelle 5:

Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum ohne Deutschland 2006, 2007 und 2008

	2006				2007				2008				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II	III <sup>a</sup>	IV <sup>a</sup>	I <sup>a</sup>	II <sup>a</sup>	III <sup>a</sup>	IV <sup>a</sup>	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	3,6	3,4	2,0	3,3	3,7	1,4	3,1	2,4	2,3	2,0	2,1	2,2	2,8	2,5	2,1
Inlandsnachfrage	1,6	5,0	1,8	4,8	2,2	2,5	3,0	2,8	2,5	2,2	2,1	2,2	2,6	2,4	2,3
Privater Verbrauch	2,6	2,1	2,3	1,2	3,4	2,8	2,4	2,5	2,5	2,2	1,8	1,8	2,2	2,2	2,0
Staatsverbrauch	5,0	1,2	2,1	2,4	2,1	1,8	2,2	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,4	1,4	2,0
Anlageinvestitionen	6,8	6,1	2,7	6,5	7,8	3,0	5,0	4,0	3,0	2,5	3,0	3,5	4,7	4,8	3,2
Vorratsveränderungen <sup>c</sup>	-2,3	2,0	-0,5	1,9	-1,8	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,2	0,0
Außenbeitrag <sup>c</sup>	1,1	-0,2	-1,8	0,4	1,4	-1,0	0,1	-0,4	-0,2	-0,2	0,0	0,0	-0,1	0,1	-0,2
Exporte	9,3	6,1	0,5	8,2	5,1	3,6	7,5	4,0	3,5	3,5	4,0	4,0	6,1	5,3	4,2
Importe	6,2	6,5	4,9	7,0	1,7	6,0	7,0	4,8	4,0	4,0	4,0	4,0	6,3	4,9	4,6
Verbraucherpreise <sup>d</sup>	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,3	1,9	2,2
Arbeitslosenquote <sup>e</sup>	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	7,6	6,9	6,6
Leistungsbilanzsaldo <sup>f</sup>	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-1,7	-1,9	-2,1
Budgetsaldo <sup>f</sup>	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-1,5	-1,2	-1,3

<sup>a</sup>Prognose. — <sup>b</sup>Real; saisonbereinigte Quartalswerte: Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>c</sup>Beitrag zur Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt. — <sup>d</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>e</sup>In Prozent der Erwerbspersonen. — <sup>f</sup>In Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

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

## Nachlassende konjunkturelle Dynamik im Euroraum ohne Deutschland

Tabelle 6:

Eckdaten zur Konjunktur im Euroraum 2006, 2007 und 2008

	2006				2007				2008				Jahresdurchschnitt		
	I	II	III	IV	I	II	III <sup>a</sup>	IV <sup>a</sup>	I <sup>a</sup>	II <sup>a</sup>	III <sup>a</sup>	IV <sup>a</sup>	2006	2007 <sup>a</sup>	2008 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	3,6	4,0	2,3	3,5	2,8	1,4	4,0	2,6	2,1	1,9	2,0	2,0	2,8	2,6	2,2
Inlandsnachfrage	1,4	4,6	2,1	2,1	3,7	1,0	3,0	3,1	2,3	2,7	2,2	2,6	2,4	2,2	2,3
Privater Verbrauch	2,8	1,7	2,0	1,9	0,0	2,7	2,6	2,6	2,5	2,1	1,7	1,7	1,8	1,5	2,0
Staatsverbrauch	4,2	0,8	2,1	1,7	3,4	1,1	1,7	1,7	2,4	2,1	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9
Anlageinvestitionen	2,5	11,4	2,9	7,0	8,0	0,8	6,3	5,8	2,9	2,9	3,3	3,7	5,3	5,1	3,5
Vorratsveränderungen <sup>c</sup>	-1,6	1,0	-0,1	-0,8	1,1	-0,8	-0,3	0,0	-0,3	0,4	0,1	0,3	-0,2	-0,3	-0,2
Außenbeitrag <sup>c</sup>	1,6	0,5	-1,2	2,6	-0,3	0,3	0,7	-0,5	-0,1	-0,8	-0,2	-0,5	0,3	0,4	-0,2
Exporte	12,9	6,4	4,7	12,9	2,9	3,6	10,6	5,0	4,7	4,3	4,5	4,5	8,2	6,2	5,0
Importe	9,0	5,4	7,8	6,5	3,7	3,1	9,3	6,3	5,2	6,4	5,2	5,8	7,8	5,2	5,6
Verbraucherpreise <sup>d</sup>	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,1	1,9	2,1
Arbeitslosenquote <sup>e</sup>	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	7,7	6,7	6,4
Leistungsbilanzsaldo <sup>f</sup>	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-0,2	0,0	-0,2
Budgetsaldo <sup>f</sup>	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-1,5	-0,8	-0,9

<sup>a</sup>Prognose. — <sup>b</sup>Real; saisonbereinigte Quartalswerte: Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>c</sup>Beitrag zur Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt. — <sup>d</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>e</sup>In Prozent der Erwerbspersonen. — <sup>f</sup>In Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

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

Tabelle 7:

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Ländern des Euroraums 2006, 2007 und 2008

	Gewicht <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>			Verbraucherpreise <sup>b,c</sup>			Arbeitslosenquote <sup>d</sup>		
		2006	2007 <sup>e</sup>	2008 <sup>e</sup>	2006	2007 <sup>e</sup>	2008 <sup>e</sup>	2006	2007 <sup>e</sup>	2008 <sup>e</sup>
Deutschland	28,0	2,9	2,7	2,4	1,7	1,9	2,0	8,1	6,4	5,8
Frankreich	21,2	2,1	1,8	2,0	1,9	1,4	1,8	9,5	8,6	8,2
Italien	17,7	1,9	1,9	1,4	2,2	1,7	1,9	6,8	6,0	5,9
Spanien	11,3	3,9	3,7	2,6	3,6	2,6	3,0	8,3	7,7	7,4
Niederlande	6,3	2,9	2,7	2,1	1,7	1,7	2,1	4,0	3,5	3,3
Belgien	3,7	3,0	2,8	2,2	2,0	1,4	2,0	8,2	7,6	7,0
Österreich	3,1	3,4	3,3	2,5	1,7	1,6	1,8	4,7	4,3	4,0
Griechenland	2,3	4,2	3,6	3,2	3,4	2,8	2,8	8,9	8,6	8,4
Irland	2,0	6,0	5,0	4,2	2,7	4,6	4,3	4,4	4,0	4,0
Finnland	1,9	5,5	3,8	3,2	1,3	2,0	2,5	7,7	6,8	6,4
Portugal	1,8	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
Euroraum	100,0	2,8	2,6	2,2	2,1	1,9	2,1	7,7	6,7	6,4
Euroraum ohne Deutschland	52,9	2,8	2,5	2,1	2,3	1,9	2,2	7,6	6,9	6,6

<sup>a</sup>Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2006 (Prozent). — <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — <sup>c</sup>Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — <sup>d</sup>Standardisierte Arbeitslosenquote (Prozent) nach dem ILO-Konzept. Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2005. — <sup>e</sup>Prognose.

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

im kommenden Jahr in den Ländern aus, in denen die Veränderung der Dynamik am Immobilienmarkt am ausgeprägtesten ist (Spanien und Irland). In Frankreich dürfte sich die Konjunktur hingegen nicht verlangsamen (Tabelle 7), da spürbare Steuer- und Abgabensenkungen anregend wirken.

Die Zahl der Beschäftigten wird im Euro-raum ohne Deutschland ebenso wie im Euro-raum insgesamt trotz der nur noch moderaten konjunkturellen Expansion weiter steigen, wenn auch in spürbar verlangsamtem Tempo. Die Arbeitslosenquote geht auch im kommenden Jahr weiter zurück. Die Inflationsrate wird bei annahmegemäß unveränderten Ölpreisen moderat bleiben, dürfte aber im kommenden Jahr vor allem infolge eines beschleunigten Anstiegs der Lohnstückkosten wieder geringfügig höher als 2 Prozent ausfallen.

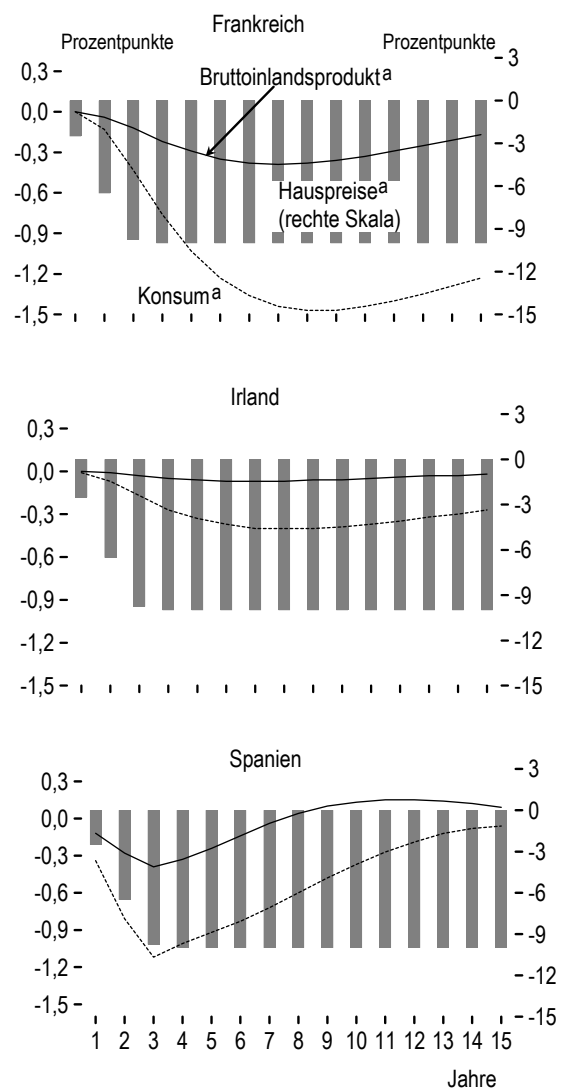
### Zum Risiko eines starken Rückgangs der Immobilienpreise in europäischen Ländern

Ein Risiko für die zentrale Prognose besteht in der Unsicherheit über die weitere Entwicklung auf den bislang boomenden Immobilienmärkten. Insbesondere in Frankreich, Irland und Spanien ist unklar, ob die stark gestiegenen Hauspreise durch fundamentale Faktoren gerechtfertigt sind oder ob es sich auch hier um spekulative Blasen handelt, die sich über stark sinkende Immobilienpreise auflösen werden. Im Folgenden soll ein solches Szenario für die drei Länder analysiert werden. Die beschriebenen Ergebnisse basieren auf Simulationen, die mit dem NiGEM-Modell (NiGEM 2007) durchgeführt wurden. Simuliert wurde jeweils ein Rückgang der Hauspreise gegenüber der Basislösung<sup>4</sup> um 10 Prozent, verteilt über vier Jahre.

<sup>4</sup> In der Basislösung in NiGEM (V 3.07d) schwächt sich der Preisanstieg der Hauspreise im Vorjahresvergleich ab dem Jahr 2007 auf rund 4 Prozent (Irland) bzw. rund 3 Prozent (Frankreich/Spanien) ab.

Abbildung 11 verdeutlicht dieses Szenario und zeigt die jeweiligen Effekte auf den privaten Konsum und das reale Bruttoinlandsprodukt für 15 Jahre. Das durch den Verfall der Hauspreise geschmälerte Vermögen der privaten Haushalte veranlasst diese, ihren Konsum einzuschränken (vgl. hierzu Barrell und Davis 2004). Der dämpfende Effekt auf das Bruttoinlandsprodukt ist in allen Fällen weitaus weniger ausgeprägt, da andere Nachfragekomponenten wie Exporte oder Investitionen nicht direkt von den Vermögensverlusten betroffen sind.

Abbildung 11: Auswirkungen eines Immobilienpreisverfalls in ausgewählten Ländern



<sup>a</sup>Veränderung gegenüber der Basislösung.

Quelle: NiGEM (2007); eigene Berechnungen.

Allerdings sind hinsichtlich der Größe und Persistenz der Effekte signifikante Unterschiede zwischen den Ländern erkennbar. Erstens zeigt sich, dass in Irland der Konsum in der Spitze nur um rund 0,4 Prozent unter dem Wert der Basislösung liegt, während er in Frankreich und Spanien mit 1,5 bzw. 1,1 Prozent weitaus kräftiger gedämpft wird. Betrachtet man den Effekt auf das jeweilige Bruttoinlandsprodukt, ergibt sich ein ähnliches Bild. Hier ist der Effekt in Frankreich und Spanien mit in der Spitze 0,4 Prozent sogar viermal so groß wie in Irland, wo das Bruttoinlandsprodukt maximal rund 0,1 Prozent hinter der Basislösung zurückbleibt. Dies ist dadurch zu erklären, dass der Anteil des privaten Konsums am gesamten Bruttoinlandsprodukt in Irland mit rund 47 Prozent gut 10 Prozentpunkte kleiner ist als in den beiden anderen Ländern.

Zweitens erfolgt die Anpassung in Spanien zügiger als in Frankreich und Irland, wo der maximale Effekt auf das Bruttoinlandsprodukt erst nach neun Jahren erreicht wird. Barrell und Davis (2004) erklären solche Unterschiede mit den unterschiedlichen Verfassungen der Finanzmärkte, welche für die Liquiditätsbeschränkungen der Haushalte maßgeblich sind.

Außerdem zeigt sich, dass die Effekte auf die Inflations- und Wachstumsentwicklung im gesamten Euroraum so gering sind, dass die Europäische Zentralbank nicht mit Zinsänderungen reagiert. Denn nach den Simulationen bleiben die Effekte weitgehend auf das jeweilige Land beschränkt, solange die Hauspreise nicht in mehreren Ländern gleichzeitig einbrechen. Ein Einbruch der Immobilienpreise im Euroraum insgesamt ist allerdings wenig wahrscheinlich, da die Immobilienpreise wohl nur in einigen Ländern übersteigert sind.

## Literatur

---

- Barrell, R., und E.P. Davis (2004). Consumption, Financial and Real Wealth in the G-5. NIESR Discussion Papers 232. Via Internet (6. September 2007) <<http://www.niesr.ac.uk/pubs/dps/dp232.pdf>>.
- Benner, J., K.-J. Gern und J. Scheide (2005). Leicht anziehende Konjunktur in Euroland. *Die Weltwirtschaft* (3): 321–340.
- Boss, A., J. Dovern, C.-P. Meier, F. Oskamp und J. Scheide (2007). Deutsche Konjunktur: Aufschwungkräfte behalten die Oberhand. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), *Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2007*. Kieler Diskussionsbeiträge 445/446. IfW, Kiel. In Vorbereitung.
- EUROFRAME (2007). Eurogrowth Indicator. Via Internet (12. September 2007) <<http://www.euroframe.org>>.
- Europäische Kommission (2007a). Economic Forecasts. Spring. *European Economy* (2). Brüssel.
- Europäische Kommission (2007b). Public Finances in EMU – 2007. *European Economy* (3). Brüssel.
- Europäische Kommission (2007c). Business and Consumer Survey. Via Internet (5. September 2007) <[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/indicators/businessandconsumersurveys\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/indicators/businessandconsumersurveys_en.htm)>.
- Eurostat (2007). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2007). *Monatsbericht*. September. Frankfurt am Main.
- EZB (Europäische Zentralbank) (lfd. Jgg.). *Monatsbericht*. Frankfurt am Main.
- Gern, K.-J., C.-P. Meier und J. Scheide (2006). Euroland: Konjunkturelle Expansion erreicht Höhepunkt. Institut für Weltwirtschaft (Hrsg.), *Weltkonjunktur und deutsche Konjunktur im Herbst 2006*. Kieler Diskussionsbeiträge 430/431. IfW, Kiel.
- NiGEM (2007). Basic Model Details. Via Internet (6. September 2007) <<http://www.niesr.ac.uk/pdf/nigem3.pdf>>.