ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of
ZBW
Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Döhrn, Roland; Middendorf, Torge; Schmidt, Torsten

Article

Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland: Finanzmarktturbulenzen trüben Konjunkturerwartungen

RWI Konjunkturberichte

Provided in Cooperation with:
RWI – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung, Essen

Suggested Citation: Döhrn, Roland; Middendorf, Torge; Schmidt, Torsten (2007) : Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland: Finanzmarktturbulenzen trüben Konjunkturerwartungen, RWI Konjunkturberichte, ISSN 1861-6305, Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung (RWI), Essen, Vol. 58, Iss. 2, pp. 87-111

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/61067

Standard-Nutzungsbedingungen:

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

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

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

Terms of use:

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

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

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

WWW.ECONSTOR.EU

Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Roland Döhrn, Torge Middendorf und Torsten Schmidt

Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland: Finanzmarktturbulenzen trüben Konjunkturerwartungen[1]

Kurzfassung

Die Weltwirtschaft expandierte im ersten Halbjahr 2007 erneut kräftig. In den Schwellenländern Asiens und Lateinamerikas wuchs die Wirtschaft sogar rascher als im Vorjahr. In den Industrieländern hingegen verlangsamte sich die Expansion – mit deutlichen Unterschieden zwischen den Regionen. In den USA folgte auf ein ausgesprochen schwaches erstes ein recht starkes zweites Quartal. Im Euro-Raum und in Japan war die Konstellation genau umgekehrt.

Seit der Jahresmitte haben sich die Konjunkturerwartungen jedoch eingetrübt. Die Krise am Immobilienmarkt in den USA hat nun die Finanzmärkte erreicht. Als Folge davon dürften sich die privaten Haushalte in den USA wohl nicht mehr so leicht wie bisher für Konsumzwecke verschulden können. Damit fällt eine wichtige Triebfeder des dortigen Aufschwungs weg. Dämpfend dürften in den USA, aber auch in anderen Ländern, zudem höhere Zinsen wirken, da die Risikoprämien seit Ausbruch der Hypothekenkrise steigen. Die Zentralbanken konzentrierten sich bisher mit Erfolg darauf, kurzfristig Liquidität bereitzustellen, um den Bankensektor zu stabilisieren. Allerdings ist zu erwarten, dass die Geldpolitik im Prognosezeitraum zunächst weniger restriktiv ausgerichtet sein wird. Die vorliegende Prognose geht davon aus, dass es so gelingen wird, das Vertrauen in die Finanzmärkte wieder herzustellen, sodass sich die Krise am US-Hypothekenmarkt nicht verschärft.

Unter dieser Voraussetzung dürfte sich der seit Jahren beobachtete Aufschwung der Weltwirtschaft fortsetzen, wenn auch langsamer als bisher. Wir prognostizieren, dass sich das Wachstum des Weltsozialprodukts (in Dollar) von 3,5% im vergangenen Jahr auf voraussichtlich 3,0% in diesem Jahr verringern wird. Im Verlauf des kommenden Jahres stehen sich nach unserer Prognose eine leichte Beschleunigung in den USA und eine Verlangsamung in Japan sowie im Euro-Raum gegenüber. Die weltwirtschaftliche Produktion dürfte daher nur wenig langsamer wachsen (2,9%) als in diesem Jahr. Für den Welthandel mit Waren lässt sich aus alledem ein Wachstum von 7,2% in diesem und von 6,5% im kommenden Jahr ableiten.

---

[1] Abgeschlossen am 14. September 2007. Kritische Anmerkungen zu früheren Fassungen gaben Wim Kösters, Joachim Schmidt und Tobias Zimmermann. Für technische Unterstützung bedanken wir uns bei Anette Hermanowski, Waltraud Lutze, Thomas Michael, Chanika Remest, Daniela Schwindt und Florian Verheyen.

Tabelle 1

Eckwerte zur internationalen Konjunktur
2006 bis 2008; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %

	2006	2007[p]	2008[p]
Bruttoinlandsprodukt, real			
Euro-Raum	2,8	2,6	2,3
Großbritannien	2,8	2,9	2,4
USA	3,3	1,8	2,3
Japan	2,2	2,2	2,0
Industrieländer insgesamt	2,9	2,3	2,4
Verbraucherpreise			
Euro-Raum	2,2	1,9	2,1
Großbritannien	2,3	2,3	2,1
USA	3,2	2,4	2,2
Japan	0,3	–0,1	0,3
Industrieländer insgesamt	2,3	1,8	1,9
Welthandel[1]	8,2	7,2	6,5
Rohölpreis (Brent, $/b)[2]	65,7	67,5	70,0
Dollarkurs ($/€)[2]	1,24	1,37	1,37

Eigene Berechnungen nach Angaben der OECD, von Eurostat und nationalen Statistikämtern. – [1]Güter in Preisen und Wechselkursen von 2000. – [2]Jahresdurchschnitt. – [p]Eigene Prognose.

Die Annahme, dass die Hypothekenkrise beherrschbar bleibt, ist freilich mit großer Unsicherheit behaftet, zumal es durchaus Indizien gibt, die auf die Möglichkeit einer Bankenkrise hinweisen. So gehen Bankenkrisen zumeist eine starke Zunahme von Krediten und eine größere Risikobereitschaft der Banken voraus, was auch diesmal zu beobachten war.

1. Überblick

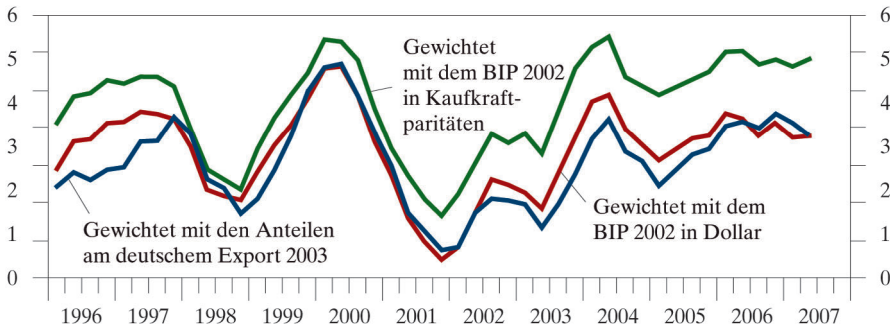
1.1 Nochmals kräftige Expansion, aber Verunsicherung durch Hypothekenkrise in den USA

Die Weltwirtschaft expandierte im ersten Halbjahr 2007 weiterhin kräftig (Schaubild 1). In den Schwellenländern Asiens und Lateinamerikas wuchs die Wirtschaft sogar rascher als im Vorjahr und damit auch stärker als zu Beginn des Jahres von uns prognostiziert. In den Industrieländern hingegen verlangsamte sich die Expansion – mit deutlichen Unterschieden zwischen den Regionen. In den USA folgte auf ein ausgesprochen schwaches erstes ein recht starkes zweites Quartal. Im Euro-Raum und in Japan war die Konstellation genau umgekehrt. Hier wirkten vielfach Sonderfaktoren wie der ausgesprochen milde Winter in Europa.

Seit der Jahresmitte haben sich die Konjunkturerwartungen jedoch eingetrübt. Ursache hierfür ist, dass das Ende des Booms am Immobilienmarkt in den USA nun die Finanzmärkte erreichte und dort Turbulenzen auslöste. Steigende Zinsen einerseits, in Teilsegmenten bereits fallende Immobilienpreise

Schaubild 1

Welt-Sozialprodukt[1]
1996 bis 2007; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %



Eigene Berechnungen nach Angaben internationaler Institutionen. – [1]Gewichteter Durchschnitt der Veränderungsraten des realen BIP von 47 Ländern. Zweites Quartal 2007 teilweise geschätzt.

RWI ESSEN

andererseits hatten dazu geführt, dass mehr und mehr Schuldner mit geringer Bonität ihre Hypothekarkredite nicht mehr bedienen konnten, wodurch zunächst einige Hypothekenbanken in den USA in Schwierigkeiten gerieten. Da diese jedoch ihre Forderungen in hohem Maße verbrieft an andere Banken und an Fonds weitergereicht hatten, schwappte die Krise auf andere Segmente des Finanzmarktes und wegen der hohen internationalen Integration der Märkte auf andere Länder über. Damit ist eines der Risiken eingetreten, die wir in unserem Bericht vom Frühjahr gesehen hatten (Döhrn et al. 2007: 10–12). Wir hatten darauf hingewiesen, dass sich Investoren aufgrund des reichlichen Kapitalangebots immer riskanteren Anlageformen zugewandt hatten. Dadurch waren die Risikoprämien deutlich gesunken und die Zinsstrukturkurve ausgesprochen flach.

Folgen der Hypothekenkrise für die Weltwirtschaft derzeit nur schwer abzuschätzen

Die Folgen der Hypothekenkrise für die Weltwirtschaft sind indes derzeit nur schwer abzuschätzen. Sie hängen unter anderem von der Reaktion der Geldpolitik auf die erhöhte Unsicherheit ab, welche auch dafür entscheidend ist, wie stark die Krise auf andere Segmente des Finanzmarktes und auf den Kapitalmarkt ausstrahlt oder ob sie sich gar zu einer Bankenkrise entwickelt.

Einige dämpfende Faktoren sind bereits absehbar. So werden sich die privaten Haushalte in den USA nun wohl nicht mehr so leicht wie bisher für Konsumzwecke verschulden können. Damit fällt eine wichtige Triebfeder des dortigen Aufschwungs weg. Dämpfend dürften in den USA, aber auch in anderen Ländern zudem höhere Zinsen wirken. Inzwischen gehen nämlich Risiken

wieder stärker in die geforderte Verzinsung ein. So erzielten z.B. Industrieobligationen von Unternehmen mit nur durchschnittlicher Bonität (BBB-Status) noch im Mai 2007 eine Verzinsung, die nur um 1,4%-Punkte über der von risikolosen Staatsanleihen mit vergleichbarer Laufzeit lag. Bis Ende August hatte sich der Zinsabstand auf 1,9%-Punkte vergrößert. Auch Schuldner aus Entwicklungs- und Schwellenländern müssen aufgrund einer steigenden Risikoprämie bereits höhere Zinsen am Kapitalmarkt zahlen. Seit Juni 2007 hat sich für Staatsanleihen aus diesen Ländern der Zinsabstand gegenüber den USA um rund 1%-Punkt erhöht[2].

Weniger eindeutige Signale sendet der Aktienmarkt. Zwar sind die Kurse zunächst gefallen, in den Industrieländern – gemessen am MSCI-Index – zwischen Mai und August 2007 um knapp 5%. In den USA, wo Vermögenseffekte erfahrungsgemäß besonders stark zu Buche schlagen, hat der S&P-500-Index von Mitte Juli bis Ende August ebenfalls 5% verloren. Allerdings hat sich der Markt zuletzt wieder beruhigt. Dabei mag auch eine Rolle spielen, dass unverändert Investoren aus den Rohstoffe exportierenden Ländern eine Anlagemöglichkeit für ihr Kapital suchen.

Ausrichtung der Geldpolitik dürfte weniger expansiv werden

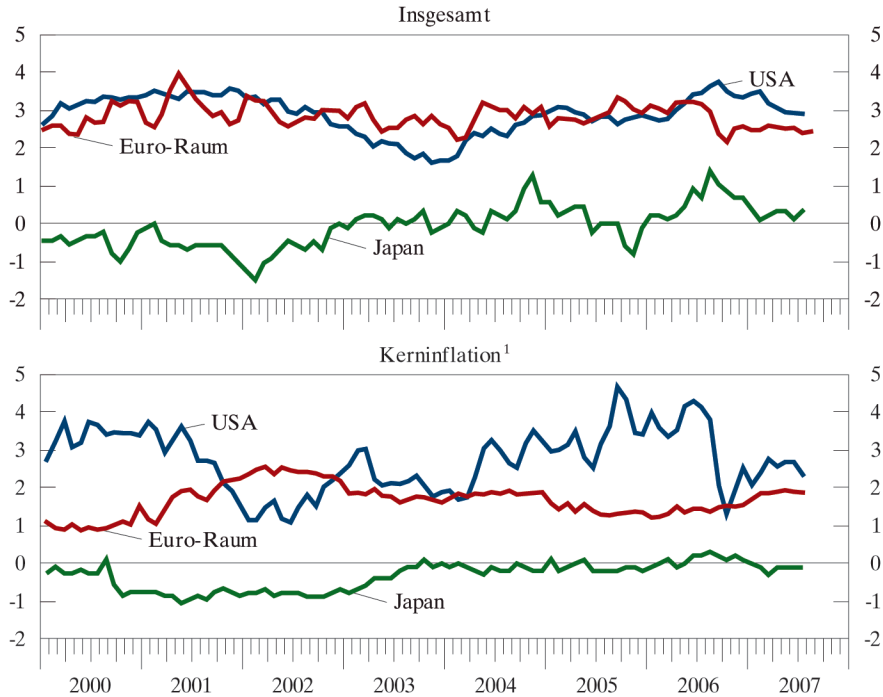
Offen ist derzeit noch, wie die Zentralbanken auf die Hypothekenkrise reagieren. Bisher konzentrierten sie sich darauf, kurzfristig Liquidität bereitzustellen, um den Bankensektor zu stabilisieren, und dies durchaus mit Erfolg. Nun stehen sie vor der Frage, ob sie ihre Geldpolitik generell lockern sollen. Die Reaktion könnte unterschiedlich ausfallen. So hat die EZB zwar auf ihre für September angekündigte Zinserhöhung verzichtet, wird diese aber möglicherweise nachholen, wenn sich die Finanzmärkte beruhigt haben. Bei der *Federal Reserve* ist hingegen nicht ausgeschlossen, dass sie die Zinsen senkt mit der Begründung, die Hypothekenkrise dämpfe die Konjunktur in den USA, zumal sich bereits vor der Krise die Expansion dort verlangsamt hatte. Bei alledem wird argumentiert, dass die Inflationsraten in den USA zuletzt gesunken seien (Schaubild 2). Eine Lockerung der Geldpolitik durch die Fed könnte der amerikanischen Konjunktur Impulse geben und die negativen Folgen der Hypothekenkrise mildern. Allerdings geschähe dies um den Preis, dass die Inflationsgefahren zunehmen und das Risiko wächst, dass sich Blasen auf anderen Märkten bilden und sich damit genau das wiederholt, was zur gegenwärtigen Krise beigetragen hat. Per saldo ist jedenfalls zu erwarten, dass die Geldpolitik im Prognosezeitraum zunächst weniger restriktiv ausgerichtet sein wird, als dies sonst zu erwarten gewesen wäre, wenn auch ein genereller Kurswechsel aus heutiger Perspektive wenig wahrscheinlich ist.

---

2 Gemessen wird die Zinsdifferenz an dem von *JP Morgan* berechneten EMBIG-Index, der die Verzinsung von 192 Staatsanleihen und Anleihen von staatlichen Unternehmen aus 33 Ländern mit niedrigem oder mittlerem Einkommen zusammenfasst.

Schaubild 2

Inflation im Euro-Raum, in den USA und in Japan
1999 bis 2007; Veränderung der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahr in %



Eigene Berechnungen. – [1]Vereinigte Staaten und Euro-Raum: ohne Energie und Nahrungsmittel; Japan: ohne frische Nahrungsmittel.

Die Finanzpolitik, die in diesem Jahr gemessen am „strukturellen" Defizit leicht restriktiv wirkt, dürfte 2008 alles in allem konjunkturneutral ausgerichtet sein.

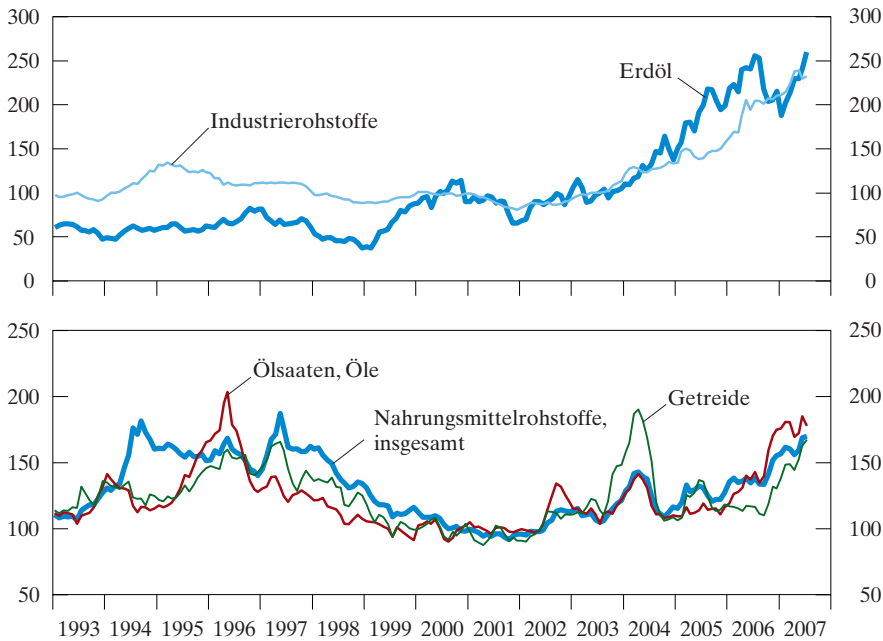
Rohölpreis weiterhin hoch

Die Preise für Rohöl und für Industrierohstoffe waren zuletzt in der Tendenz rückläufig. Der *Rohölpreis* war im Verlauf des Jahres 2007 zunächst kräftig gestiegen und erreichte im Juli ein neues Hoch. Darin dürften Knappheiten zum Ausdruck kommen, da die Nachfrage kräftig expandierte, während das Angebot nicht im erwarteten Maße zunahm; die IEA (2007: 16–17) musste ihre Schätzung der Förderung nach unten revidieren. Seit Ende Juli gaben die Notierungen vorübergehend nach, was auch an den durch die Hypothekenkrise eingetrübten Konjunkturaussichten liegen mag. Sie kletterten inzwischen aber wieder deutlich, was u.a. mit der Hurrikan-Saison im Golf

Schaubild 3

Rohstoffpreise

1993 bis 2007; HWWI-Indizes auf Dollarbasis



Eigene Berechnungen nach Angaben des HWWI.

vom Mexiko erklärt wird. Unserer Prognose liegt die Annahme zu Grunde, dass der Rohölpreis (Brent) weiterhin hoch bleiben wird, aber in der Grundtendenz nicht weiter steigt. Zum einen hat die OPEC eine Erhöhung der Fördermenge beschlossen. Zum anderen gibt es Hinweise, dass die weltweit hohe Liquidität auch die Notierungen an den Rohstoffmärkten nach oben trieb (o.V. 2007), sich nun aber die Finanzinvestoren aus Ölkontrakten zurückziehen, da sie Risiken wieder höher gewichten. Nach Einschätzung von Experten (z.B. Borbély 2007) dürfte dies aber nur ein kurz- bis mittelfristiger Effekt sein. Wir unterstellen in unserer Prognose einen Ölpreis von 70 $/b. Bei Industrierohstoffen erwarten wir, dass sich der zuletzt beobachtete leichte Preisrückgang bei schwächerer internationaler Konjunktur fortsetzen wird.

Deutlich gestiegen sind hingegen in den vergangenen Monaten die Weltmarktpreise für Nahrungs- und Genussmittel (Schaubild 3). Hierzu beigetragen hat zum einen, dass im Zuge des weltweiten Aufschwungs die Nachfrage nach Nahrungsmitteln insbesondere in den Schwellenländern zugenommen hat. Ein wesentlicher Einfluss dürfte zum anderen davon ausgehen, dass agra-

rische Rohstoffe vermehrt für die Produktion von Kraftstoffen eingesetzt werden, zum Teil weil deren Beimischung gesetzlich vorgeschrieben wird. In Europa wird so der Einsatz von Biodiesel gefördert, der aus Raps gewonnen wird, während in den USA und anderen Ländern bei Vergaserkraftstoffen Ethanol zugesetzt werden muss, das vorwiegend aus Weizen oder Mais hergestellt wird. Dies erhöht zum einen unmittelbar die Nachfrage nach diesen Produkten und damit deren Preis, hat aber auch Wirkungen auf das Angebot von anderen Nahrungsmitteln, da ein wachsender Teil der landwirtschaftlichen Nutzfläche für energetisch nutzbare Pflanzen verwendet wird.

Für die USA berechnete das *Center for Agricultural and Rural Development* (Tokgoz et al. 2007), dass der Preis von Mais um 40% steigen könnte, wenn sich der Ölpreis um 10 $/b erhöht und damit die Nutzung von Ethanol rentabler wird. Zugleich verteuert sich nach dieser Berechnung Soja, da dessen Anbau zu Gunsten einer höheren Mais-Produktion eingeschränkt werden dürfte. Da Mais und Soja auch als Futtermittel dienen, dürften die Nahrungsmittelpreise auf breiter Front steigen, in dem genannten Szenario um 1,1%[3]. Da die Energiepolitik weiter die Substitution von Rohöl unterstützt, zugleich sich für dieses Jahr aufgrund der Witterungsverhältnisse in Europa eine geringere Getreideernte abzeichnet als 2006, dürften die Weltmarktpreise für Nahrungsmittel vorerst weiter steigen. Für 2008 erwarten Experten rückläufige Getreidepreise, da das gegenwärtig hohe Preisniveau Anreize bietet, den Anbau zu intensivieren. Allerdings übertreffen die Notierungen im kommenden Jahr nach der Einschätzung von ABARE (2007: 281–290) die von 2006 immer noch deutlich. Da die höheren Rohstoffkosten nach und nach an die Konsumenten weitergegeben werden, dürfte die Konjunktur von Seiten der Nahrungsmittelpreise her gedämpft werden.

Deutliche Verteuerung von Agrarprodukten

1.2 Aufschwung erhält Dämpfer

Die vorliegende Prognose geht davon aus, dass es der Geldpolitik und den Banken gelingen wird, das Vertrauen in die Finanzmärkte wieder herzustellen, und sich die Krise am US-Hypothekenmarkt nicht verschärft, sie nicht auf andere Marktsegmente übergreift oder gar zu einer Bankenkrise führt. Unter dieser Voraussetzung und aufgrund unserer Annahmen zur Geld- und Finanzpolitik und zum Wechselkurs erwarten wir, dass sich der seit Jahren beobachtete Aufschwung der Weltwirtschaft fortsetzt, wenn auch langsamer als bisher.

Schwächer als bisher prognostiziert dürfte sich insbesondere die Wirtschaft in den USA entwickeln, da sich dort die Baurezession wohl noch eine Zeitlang

[3] Bei den Simulationen ist unterstellt, dass die Fahrzeugflotte in den USA auch mit einem Gemisch aus 85% Ethanol und 15% Benzin als Vergaserkraftstoff betrieben werden kann.

Tabelle 2

Veränderung des Bruttoinlandsprodukts ausgewählter Industrieländer im Jahresverlauf
2005 bis 2008; annualisierte Raten in %

	2005		2006		2007[p]		2008[p]	
	1. Hj.	2. Hj.	1. Hj.	2. Hj.	1. Hj.	2. Hj.	1. Hj.	2. Hj.
Euro-Raum	1,50	2,00	3,00	3,00	2,50	2,00	2,25	2,25
Großbritannien	1,50	2,00	3,00	3,00	3,00	2,50	2,25	2,25
USA	3,00	3,25	3,25	1,75	1,75	1,75	2,00	3,00
Japan	2,50	2,50	2,00	2,00	3,00	1,75	2,00	2,25
Insgesamt	2,25	2,50	3,00	2,50	2,50	2,00	2,50	3,00

Eigene Berechnungen nach Angaben nationaler Quellen. – [p]Eigene Prognose.

hinziehen und sich die Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen sowie für die privaten Haushalte wahrscheinlich verschlechtern werden. Dadurch dürfte auch die Konjunktur im Euro-Raum und in Japan gedämpft werden. Jedoch ist zu erwarten, dass die Expansion in den kommenden Quartalen stärker sein wird als in den USA. In den Schwellenländern dürften sich die schwächere Nachfrage aus den USA und steigende Finanzierungskosten ebenfalls dämpfend bemerkbar machen. Zudem unternimmt die Wirtschaftspolitik in China, das zu einem wichtigen Kunden vieler Schwellenländer geworden ist, inzwischen den Versuch, mäßigend auf die Konjunktur einzuwirken, da Anzeichen einer Überhitzung unverkennbar sind.

Wir prognostizieren, dass sich das Wachstum des Weltsozialprodukts, gerechnet in Dollar, von 3,5% im vergangenen Jahr auf voraussichtlich 3,0% in diesem Jahr verringern wird. Im Verlauf des kommenden Jahres stehen sich nach unserer Prognose eine leichte Beschleunigung in den USA und eine Verlangsamung in Japan sowie im Euro-Raum gegenüber. Die weltwirtschaftliche Produktion dürfte daher nur wenig langsamer wachsen (2,9%) als in diesem Jahr. Für den Welthandel mit Waren lässt sich aus alledem ein Wachstum von 7,2% in diesem und von 6,5% im kommenden Jahr ableiten.

Schwächere Expansion in den Industrieländern

Dass die USA unter den Industrieländern wohl nicht mehr der Vorreiter beim Wachstum sein werden, dürfte helfen, deren Leistungsbilanzdefizit zu verringern. Von dieser Seite her dürfte der Aufwertungsdruck auf Euro und Yen etwas abnehmen. Andererseits sprechen die Wachstums- und die Zinsdifferenzen eher für eine Schwächung des Dollar. Per saldo unterstellen wir in unserer Prognose einen unveränderten Dollar-Kurs.

1.3 Risiken

Die Grundannahme dieser Prognose, dass die Hypothekenkrise beherrschbar bleibt und deshalb keine allzu großen Auswirkungen auf die Realwirtschaft

haben wird, ist freilich mit großer Unsicherheit behaftet, zumal es durchaus Indizien gibt, die auf die Möglichkeit einer Bankenkrise hinweisen. Kaminsky/Reinhart (1996) zeigen, dass Bankenkrisen zumeist eine starke Zunahme von Krediten und eine größere Risikobereitschaft der Banken vorausgeht. Beides war auch diesmal zu beobachten, sodass durchaus die Gefahr einer Bankenkrise besteht.

Aber selbst wenn es eine solche Ausweitung nicht gibt und das Problem auf den Hypothekenmarkt beschränkt bleibt, ist es schwierig, die Folgen für die Weltwirtschaft abzuschätzen. Zwar gab es in der Vergangenheit des Öfteren Immobilienkrisen (einen Überblick gibt IMF 2003). Nach dem Urteil von Mishkin (2007: 25) führten sie aber normalerweise nicht zu einer Instabilität der Finanzmärkte, sondern hatten nur begrenzte Folgen für die Wirtschaft des betroffenen Landes. Für die USA schätzt Mishkin (2007: 33–37), dass ein Rückgang der Immobilienpreise um insgesamt 20% in den Jahren 2007 und 2008 – in dieser Höhe wurde dies noch nie beobachtet – das BIP unter normalen Bedingungen um maximal 0,5% verringern könnte.

Diesmal unterscheidet sich die Situation von früheren allerdings dadurch, dass die Banken ihre Forderungen in großem Umfang verbrieft und damit handelbar gemacht haben, z.B. in Form von *mortgage backed securities* (MBS) bzw. die daraus resultierenden Risiken in *credit default swaps* (CDS). Damit bleibt das Ausfallsrisiko nicht auf einen kleinen Kreis von Hypothekenbanken beschränkt, sondern ist bei vielen Finanz- und Kapitalmarktinstitutionen gelandet und damit global spürbar. Diese neuartigen Papiere hatten das Ziel, durch die breite Streuung der Risiken das internationale Finanzsystem robuster gegen Störungen zu machen (Kiff, Mills 2007a). Die heftige Reaktion des internationalen Finanzsystems auf das wachsende Ausfallrisiko bei verbrieften Hypotheken lässt aber Zweifel aufkommen, ob dies – zumindest bisher – erreicht wurde. So war beispielsweise die EZB zu stärkeren Interventionen gezwungen als die *Federal Reserve*, obwohl der Ursprung des Problems in den USA liegt.

Mangelnde Transparenz bei neuen Produkten verunsichert Finanzmärkte

Ursache dieser heftigen Reaktion könnte sein, dass unbekannt ist, wie sich neue Finanzmarktinstrumente „unter Stress“ bewähren. Auch weiß man wenig darüber, in welchem Umfang Banken in den verschiedenen Ländern solche Papiere in ihrem Portfolio halten. Diese mangelnde Transparenz wirkt sich negativ auf das Vertrauen der Akteure am Finanzmarkt aus und hat die Verletzlichkeit des internationalen Finanzsystems bisher erhöht.

Größere gesamtwirtschaftliche Auswirkungen der Immobilienkrise sind auch zu erwarten, weil die Möglichkeit, Risiken zu handeln, und die zugleich reichliche Ausstattung der Banken mit Liquidität durch die Fed offensichtlich dazu

geführt hat, dass Hypotheken leichtfertig und zu billig vergeben wurden. Schätzungen möglicher Verluste durch den Forderungsausfall bei Hypotheken bewegen sich im Bereich zwischen 100 und 200 Mrd. $ (Kiff, Mills 2007b). Das entspräche in etwa der Größenordnung der Verluste durch die *Savings and Loans*-Krise in den USA in den Jahren 1984 bis 1991 (150 Mrd. $ bzw. etwa 1,5% des BIP der USA), von der sich allerdings im BIP der USA keine offensichtlichen Spuren finden. Der in den USA zur Debatte stehende Forderungsausfall wäre in Relation zum BIP deutlich kleiner als bei den Bankenkrisen in Schweden und Finnland zu Beginn der Neunzigerjahre, die allerdings auch mit Währungskrisen einhergingen und die dortige Wirtschaft in eine Rezession zogen (Hoggarth et al. 2002: 839).

Hypotheken wurden in den USA leichtfertig vergeben

Den Kern des Problems macht aber nicht die Größenordnung der Verluste aus, sondern die durch die neuen Finanzmarktinstrumente entstandene Intransparenz bezüglich der Verteilung der Risiken und der damit einhergehende Vertrauensverlust. Dies könnte negative Folgen für die Kreditvergabe der Banken untereinander sowie an Haushalte und Unternehmen haben und damit auch größere Konsequenzen für die Realwirtschaft. In einer Alternativrechnung zu der oben angesprochenen berücksichtigt Mishkin (2007) solche möglichen Folgewirkungen der Hypothekenkrise. Der dämpfende Effekt auf das BIP wäre dann mit 1,5% dreimal so groß wie im „Normalfall“.

2. Die Regionen im Einzelnen

2.1 Hypothekenkrise belastet Wirtschaft der USA

In den vergangenen Wochen hat sich die Lage im Immobiliensektor in den USA deutlich verschärft. Waren bisher die realwirtschaftlichen Implikationen des Platzens der Preisblase vor allem in Gestalt deutlich rückläufiger Bauinvestitionen spürbar, so ist nun aufgrund zunehmender Hypothekenausfälle zunehmend auch der Finanzsektor betroffen. Verunsicherte Investoren haben dem Anschein nach ihre Finanzmittel aus Anlageprodukten abgezogen, die mit dem Hypothekensektor in Verbindung stehen. Zudem ist es zu Kursverlusten an den Aktienmärkten gekommen, da befürchtet wird, dass sich die Gewinnsituation, insbesondere im Bankensektor, deutlich verschlechtern wird. Damit hat sich die Wahrscheinlich erhöht, dass die Realwirtschaft stärker gedämpft wird als bisher von uns angenommen.

Dabei stellte sich die realwirtschaftliche Entwicklung im zweiten Quartal insgesamt gesehen günstig dar. Das BIP nahm mit einer Jahresrate von 4,0% überraschend kräftig zu. Triebkräfte waren dabei der Außenbeitrag und die Ausrüstungsinvestitionen. Gleichzeitig sind die Bauinvestitionen mit –11,4% nicht mehr so stark gesunken wie in den Quartalen zuvor. Allerdings erhöhten

Tabelle 3

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

	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise[1]			Arbeitslosenquote[2]		
	2006	2007[p]	2008[p]	2006	2007[p]	2008[p]	2006	2007[p]	2008[p]
	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %						in %		
Deutschland	2,9	2,5	2,3	1,8	2,1	2,2	8,4	6,8	6,0
Frankreich	2,0	1,9	1,8	1,9	1,3	1,6	9,5	8,7	8,3
Italien	1,9	1,8	1,5	2,2	2,0	2,1	6,8	6,1	6,2
Spanien	3,9	4,1	3,4	3,6	2,5	2,8	8,5	8,0	7,8
Niederlande	3,0	2,6	2,3	1,7	1,5	1,7	3,9	3,4	3,3
Belgien	3,2	2,9	2,4	2,3	1,6	1,8	8,2	7,5	7,4
Österreich	3,3	3,6	2,6	1,7	1,8	1,9	4,7	4,3	4,2
Finnland	5,5	5,2	3,5	1,3	1,4	1,6	7,7	6,9	6,8
Griechenland	4,3	4,2	3,6	3,3	2,7	2,9	8,9	8,6	8,4
Portugal	1,3	1,8	1,5	3,0	2,4	2,4	7,7	8,2	8,2
Irland	5,7	5,8	5,0	2,7	2,8	2,7	4,4	4,3	4,4
Luxemburg	6,2	6,1	5,0	3,0	2,2	2,1	4,7	4,9	5,0
Slowenien	5,2	7,4	5,0	2,5	3,0	2,7	6,0	5,1	5,0
Euro-Raum[3]	2,8	2,6	2,3	2,2	1,9	2,1	7,9	7,0	6,7
Großbritannien	2,8	2,9	2,4	2,3	2,3	2,1	5,4	5,3	5,4
Schweden	4,2	3,4	3,0	1,5	1,5	1,4	7,1	5,8	5,8
Dänemark	3,5	2,0	1,8	1,9	1,6	1,8	3,8	3,3	3,2
EU-15	2,7	2,7	2,3	2,2	2,0	2,1	7,3	6,7	6,4
Neue EU-Länder[4]	6,0	5,8	5,2	2,4	3,6	3,1	10,8	10,0	9,5
EU	2,9	2,8	2,5	2,2	2,0	2,1	7,9	7,1	6,8
Schweiz	3,2	2,9	2,5	1,1	1,0	1,1	3,9	3,4	3,2
Norwegen	2,8	2,9	2,7	2,5	2,1	2,2	3,5	2,6	2,5
Westeuropa[3]	2,7	2,7	2,4	2,2	1,9	2,0	7,2	6,5	6,3
USA	3,3	1,8	2,3	3,2	2,4	2,2	4,6	4,8	4,6
Japan	2,2	2,2	2,0	0,3	–0,1	0,3	4,1	3,9	4,0
Kanada	2,7	3,0	3,0	2,2	2,2	2,1	6,3	6,0	6,0
Insgesamt[3]	2,9	2,3	2,4	2,3	1,8	1,9	5,8	5,5	5,4

Eigene Berechnungen nach Angaben von Eurostat und nationalen Quellen. – [1]Westeuropäische Länder (außer Schweiz): Harmonisierte Verbraucherpreisindizes. – [2]Standardisiert. – [3]Gewogener Durchschnitt der aufgeführten Länder. – [4]Zu den Ländern vgl. Tabelle 7. – [p]Eigene Prognose.

sich die privaten Konsumausgaben, bisher eine wesentliche Stütze der Konjunktur, annualisiert nur noch um 1,4%. Dazu dürfte zum einen die nachlassende Dynamik bei der Beschäftigung und den Einkommen beigetragen haben. Zum anderen könnten darin erste Folgen des Platzens der Immobilienblase sichtbar werden. Steigende Zinsen und dadurch zunehmende Schwierigkeiten, aufgenommene Kredite zu bedienen dürften eine geringere Ausgabenneigung der privaten Haushalte bewirkt haben.

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt stellt sich allerdings trotz des sich abschwächenden Beschäftigungsaufbaus immer noch recht günstig dar. Es ist bisher nicht zu einem deutlichen Anstieg der Arbeitslosigkeit gekommen. Die Arbeitslosenquote ist im Juli nur leicht auf 4,6% gestiegen, gegenüber 4,5% in den drei Vormonaten. Der Preisauftrieb hat sich zuletzt abgeschwächt. Die Inflationsrate ist im Juli auf 2,4% gesunken, nachdem sie in den Monaten zuvor auf 2,7% angestiegen war. Die Kerninflation betrug zuletzt 2,2% und ist seit Anfang des Jahres rückläufig. Allerdings gehen von der weiterhin niedrigen Arbeitslosigkeit inzwischen zunehmend inflationäre Wirkungen aus; jedenfalls hat sich der Anstieg der Arbeitskosten verstärkt. Allerdings könnte die Immobilienkrise einem weiteren Anziehen der Inflationsrate entgegenwirken.

Die Geldpolitik ist unverändert restriktiv ausgerichtet. Zwar hat die amerikanische Notenbank den Diskontsatz um 0,5%-Punkte gesenkt und die Banken mit zusätzlicher Liquidität versorgt. Trotz der raschen Reaktion wird deutlich, dass die Fed einen anderen Kurs für die Krisenbewältigung eingeschlagen hat als in früheren Fällen. So hatte sie auf das Ende des *New Economy*-Booms und dem damit einhergehenden Verfall der Aktienkurse mit einer massiven Leitzinssenkung reagiert, um die realwirtschaftlichen Folgen abzumildern. Obwohl die gegenwärtige Situation einige Parallelen zu damals aufweist, hat die Notenbank den Zielwert für den Tagesgeldsatz bisher nicht gesenkt. Als Hinweis auf ihr weiteres Vorgehen hat sie in den vergangenen Wochen zudem nochmals die bestehenden Inflationsrisiken betont. Dennoch ist nicht auszuschließen, dass die Fed nun auch ihren Leitzins senken wird. Ausmaß und Geschwindigkeit der Senkungen dürften aber nicht an die in vergleichbaren Situationen heranreichen.

Fed reagiert auf Hypothekenkrise anders als auf das Ende des New Economy-Booms

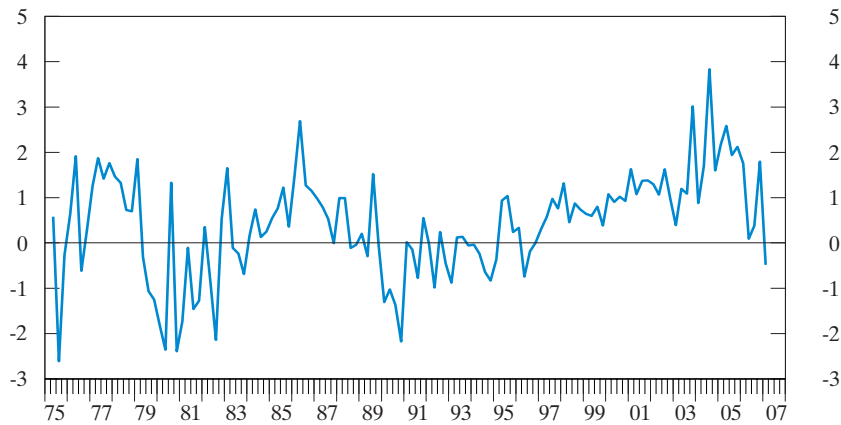
In den öffentlichen Haushalten macht sich die konjunkturelle Abschwächung inzwischen bemerkbar. Zwar schätzte das *Congressional Budget Office* (CBO 2007) unlängst, dass im Fiskaljahr 2007, das im September 2007 endet, die Einnahmen sich um 7,1% erhöhen und damit rascher als im langjährigen Durchschnitt. Die Zunahme ist aber bereits deutlich geringer als in den Vorjahren. Die Ausgaben wurden nach dieser Schätzung um 3,0% erhöht, was deutlich unter dem langjährigen Durchschnitt von 5,0% liegen würde. Die Defizitquote dürfte damit von 1,9% 2006 auf 1,2% 2007 fallen. Für das Fiskaljahr 2008 kommt die Projektion des CBO zu einem annähernd gleich starken Anstieg der Einnahmen und Ausgaben, womit ein nur leichter Rückgang der Defizitquote auf 1,1% erwartet wird.

Für die Prognose sind zwei Wirkungskanäle entscheidend, über die die Immobilienkrise auf die Wirtschaft wirkt. Zum einen ist durch den Rückgang der Immobilienpreise und den Anstieg der Hypothekenzinsen eine Dämpfung

Schaubild 4

Reale Immobilienpreise in den USA

1975 bis 2007; Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %



Eigene Berechnungen nach Angaben des Bureau of Labor Statistics und des Office of Federal Housing Enterprises Oversight.

RWI ESSEN

des privaten Konsums zu erwarten. Dies dürfte mittelbar auch die Investitionsneigung beeinträchtigen. Zum anderen könnte ein Vertrauensverlust der Banken zu einer Einschränkung der Kreditvergabe führen. Auch dies würde die Investitionen der Unternehmen und die Konsumausgaben treffen.

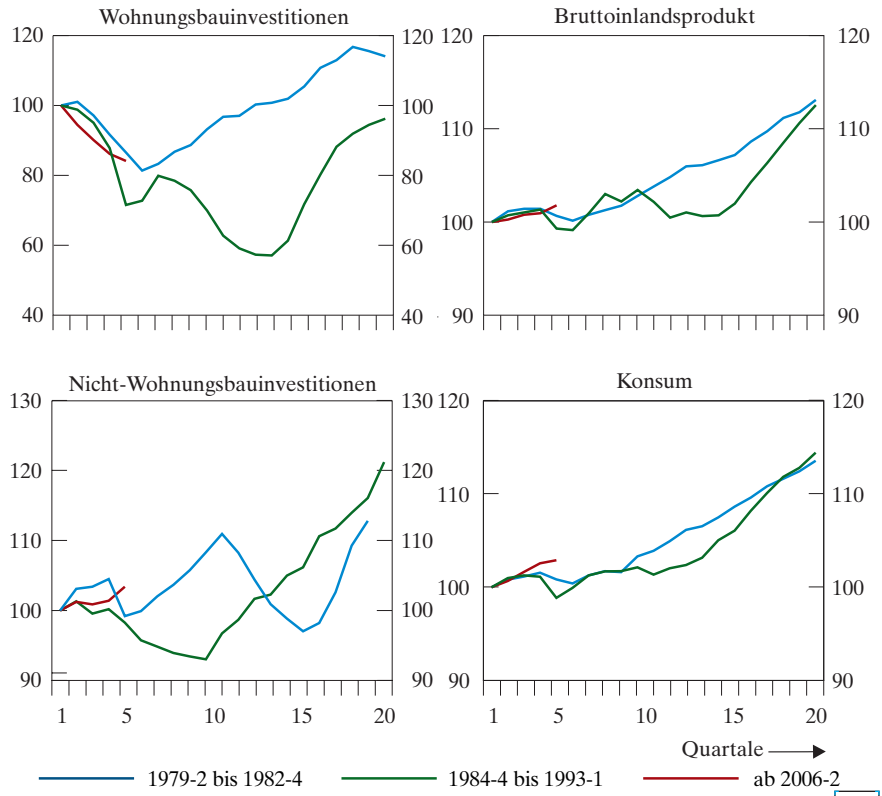
Zur Analyse des ersten Wirkungskanals kann ein Blick in die Vergangenheit helfen, die Folgen von Immobilienkrisen abzuschätzen. Der IMF (2003: 91) identifizierte in den USA seit den 1970er Jahren zwei größere Krisen. Die erste dauerte von 1979-2 bis 1982-4, die zweite von 1989-4 bis 1993-1 (Schaubild 4)[4]. Damals gingen die realen Immobilienpreise spürbar zurück. Wie Schaubild 5 zeigt, reagieren damals wie heute die Wohnungsbauinvestitionen erwartungsgemäß schnell darauf. Dabei entspricht der jüngste Rückgang bisher in etwa dem in den beiden früheren Phasen. Die übrigen Investitionen reagierten in der Vergangenheit etwa vier Quartale später und relativ schwach. Dies passt zum gegenwärtigen Bild. Auch die Konsumausgaben haben in den beiden betrachteten früheren Phasen mit einer Verzögerung von vier Quartalen reagiert. Im Gegensatz dazu sind sie gegenwärtig relativ robust. Dem entsprechend verlangsamt sich das BIP-Wachstum derzeit auch weniger stark als früher.

Parallelen zu früheren Immobilienkrisen

[4] Zwei kürzere Krisen von 1994:1 bis 1995:1 und 1996:1 bis 1996:3 werden in der Analyse nicht berücksichtigt.

Schaubild 5

Ausgewählte gesamtwirtschaftliche Aggregate in Korrekturphasen am Immobilienmarkt
Beginn der Korrekturphase = 100



Eigene Berechnungen nach Angaben des BEA.

Wir gehen in unserer Prognose davon aus, dass die gegenwärtige Immobilienkrise nach einem ähnlichen Muster verläuft, sich also nicht zu einer Bankenkrise ausweitet. Unter dieser Voraussetzung dürften die dämpfenden Effekte auf die Realwirtschaft nicht übermäßig hoch, gleichwohl bis in das nächste Jahr hinein spürbar sein. Dabei ist zu erwarten, dass die Wohnungsbauinvestitionen noch bis zum Ende dieses Jahres zurückgehen und sich im Verlauf des kommenden Jahres wieder allmählich erholen. Auch der private Konsum dürfte noch einige Quartale schwach bleiben, wobei sogar ein vorübergehender Rückgang nicht auszuschließen ist. Die übrigen Investitionen werden voraussichtlich mit etwas Verzögerung auf den schwächeren Konsum reagieren. Gegen Ende des kommenden Jahres ist aber ein Auslau-

Gedämpfter BIP-Anstieg im Prognosezeitraum in den USA

fen dieser Effekte zu erwarten. Wir erwarten, dass das BIP in diesem Jahr um 1,8% und im kommenden um 2,3% ausgeweitet wird.

2.2 Geringere außenwirtschaftliche Impulse in Japan

Das BIP in Japan hat sich im zweiten Quartal um 0,3% gegenüber dem Vorquartal verringert und war damit überraschend schwach. Dazu trug zum einen ein nur noch verhaltener Exportanstieg bei. Zum anderen hat sich der Rückgang der Bauinvestitionen auf –3,4% verstärkt, und auch die Ausrüstungsinvestitionen sind weiter gesunken. Der private Konsum wurde nur um 0,3% gegenüber dem Vorquartal ausgeweitet. Umfragen deuten auf ein gesunkenes Verbrauchervertrauen hin. Als Gründe dafür werden die steigenden Ölpreise und die von der Regierung angekündigten Steuererhöhungen genannt (Bank of Tokyo Mitsubishi 2007).

Trotz der nur wenig gestiegenen gesamtwirtschaftlichen Nachfrage hat sich die Lage am Arbeitsmarkt weiter verbessert. So ist die Beschäftigung leicht gestiegen und die Arbeitslosenquote nochmals von 4,0% im ersten auf 3,8% im zweiten Quartal gesunken. Daher ist es überraschend, dass die Löhne wieder etwas zurückgegangen sind. Allerdings sind die jüngsten Bonuszahlungen nochmals etwas höher ausgefallen als die Ende vergangenen Jahres.

Der Verbraucherpreisindex (ohne frische Lebensmittel) ging seit Beginn des Jahres zurück, im Juni um –0,1%. Die Kernrate (ohne Nahrungsmittel und Energie) fiel mit durchschnittlich –0,3% noch etwas stärker. Insbesondere die Mieten sowie die Preise für Möbel und andere Haushaltsgegenstände sinken immer noch deutlich.

Trotzdem hatte die japanische Notenbank im Sommer angekündigt, die Zinsen im September ein weiteres Mal anzuheben. Nun hat sie angedeutet, dass sie angesichts des Risikos, dass die Hypothekenkrise auf die japanische Wirtschaft übergreift, die Zinserhöhung verschiebt. Zwar gibt es Anzeichen, dass ein solches Risiko tatsächlich besteht. So wertete beispielsweise der Yen gegenüber dem Dollar zeitweise auf. Andererseits ist das Zinsniveau in Japan eben immer noch sehr niedrig, sodass höhere Zinsen keine allzu gravierenden Folgen hätten. Zudem zeigt das Beispiel der amerikanischen Notenbank, dass der Geldpolitik Instrumente zur Verfügung stehen, um den Bankensektor zu unterstützen.

Finanzpolitik in Japan setzt Konsolidierung fort

Die Finanzpolitik setzt ihren Konsolidierungskurs fort. Im kommenden Fiskaljahr, das im April 2008 beginnt, soll der Anstieg der Ausgaben spürbar begrenzt werden. Deshalb soll es aus demografischen Gründen lediglich bei Gesundheitsausgaben und bei den Pensionszahlungen Zuwächse geben. In anderen Bereichen, so bei den

Personalausgaben, vor allem aber auch bei den öffentlichen Investitionen, sind Kürzungen vorgesehen. Um die Wachstumskräfte zu stärken, sind Umschichtungen im Budget vorgenommen worden. Wie die Konsolidierungsstrategie von der Einnahmenseite unterstützt wird, ist gegenwärtig noch nicht abzusehen, da ein Steuerreformkonzept erst in diesem Herbst vorgelegt werden soll. Immerhin wird inzwischen auch von Seiten der Regierung eine Erhöhung der Umsatzsteuer nicht mehr ausgeschlossen.

Das schwache zweite Quartal steht nicht im Widerspruch zu der Einschätzung einer weiterhin robusten Wirtschaft. Es ist zu erwarten, dass die Binnennachfrage im Prognosezeitraum Motor bleibt. Der private Konsum dürfte angesichts der steigenden Einkommen aufwärtsgerichtet bleiben. Auch wird davon ausgegangen, dass der Rückgang der Bauinvestitionen vorübergehend ist, da nach der lang anhaltenden Immobilienkrise weiterhin ein gewisser Nachholbedarf besteht. Allerdings dürften die Impulse vom Außenhandel geringer werden, da sich die Expansion in vielen Abnehmerländern abschwächt. Insgesamt gehen wir davon aus, dass das BIP 2007 um 2,2% und 2008 um 2,0% expandiert.

2.3 Fortsetzung des Aufschwungs in den Schwellenländern

In *China* hat sich die Expansion im ersten Halbjahr von 10,7% im Durchschnitt des Jahres 2006 auf 11,5% beschleunigt. Die diversen Versuche der Regierung, das als zu hoch empfundene Wachstum zu dämpfen, haben offensichtlich bisher nicht gefruchtet. So hat die Notenbank 2007 bisher sechsmal den Mindestreservesatz und viermal den Leitzins angehoben. Auch lässt sie größere Wechselkursänderungen als bisher zu, wodurch der Renminbi seit Mai rascher gegenüber dem Dollar aufwertete. Inzwischen sind dennoch Anzeichen einer Überhitzung unverkennbar. Der Anstieg der Verbraucherpreise verstärkte sich im August auf 6,5% und der der Erzeugerpreise auf 2,6%. Von daher sind weitere die Konjunktur dämpfende Maßnahmen zu erwarten. Auch dürften die zu erwartende schwächere Expansion der Konsumausgaben in den USA und die zuletzt aufgetretenen Qualitätsprobleme bei einigen chinesischen Produkten den Exportanstieg dämpfen. Allerdings sind die Wirtschaftsindikatoren nach wie vor deutlich aufwärts gerichtet, sodass sich das Wachstum nur allmählich verlangsamen dürfte. Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass sich der Zuwachs des BIP von 11,2% in diesem auf 9,5% im kommenden Jahr verringert.

Wirtschaftspolitik dämpft Expansion in China

In den *südostasiatischen Schwellenländern* wuchs die Wirtschaft in der ersten Jahreshälfte im Allgemeinen noch kräftiger als zu Jahresbeginn ohnehin schon prognostiziert. In vielen Ländern, so in Singapur und in Südkorea, wurde die Expansion verstärkt von der Inlandsnachfrage, vor allem vom privaten

Konsum getragen. Anders als 1997, als die asiatischen Länder Ausgangspunkt einer globalen Finanzmarktkrise waren, befinden sie sich gegenwärtig in einer deutlich günstigeren Situation. Sie haben beträchtliche Währungsreserven angesammelt, ihr Finanzsystem reformiert, die öffentlichen Haushalte sind in einer besseren Verfassung und das Wachstum ist zumeist recht ausgewogen. Daher ist die Gefahr einer Ansteckung durch die Hypothekenkrise gering. Allerdings dürften sich die Finanzierungsbedingungen für Investitionen aufgrund steigender Risikoprämien etwas verschlechtern. In Korea und Taiwan haben die Notenbanken zudem inzwischen die Zinsen erhöht. Dämpfend dürfte auch die schwächere Konjunktur in den USA wirken. Vor diesem Hintergrund ist zu erwarten, dass der Aufschwung in diesen Ländern etwas an Tempo verliert; der Anstieg des BIP dürfte sich von 5,0% in diesem auf 4,3% im kommenden Jahr ermäßigen.

Aufschwung in Südostasien verliert an Fahrt

Die Wirtschaft *Lateinamerikas* wuchs im ersten Halbjahr entgegen den Erwartungen kräftig. Vielen Ländern des Kontinents bescherte die wachsende Nachfrage nach Rohstoffen bei nach wie vor hohen Preisen steigende Exporterlöse, wobei China inzwischen ein bedeutsamer Abnehmer ist und die traditionell enge Bindung an die USA gelockert wurde. Auch scheinen die Länder inzwischen weniger anfällig für Finanzkrisen. Insbesondere Brasilien befindet sich inzwischen in einer günstigen wirtschaftlichen Verfassung: Die Inflation ist gemessen an früheren Erfahrungen niedrig, auch wenn sie sich zuletzt etwas verstärkt hat. Allerdings gefährdet die fortgesetzte Aufwertung des brasilianischen Real zunehmend den Export von Industriewaren. Die Industrieproduktion wächst dennoch anhaltend kräftig. Venezuela und Argentinien weisen derzeit das höchste Wirtschaftswachstum auf dem Subkontinent auf, es wird allerdings, außer von hohen Erlösen aus dem Rohstoffexport, wesentlich von staatlichen Interventionen bestimmt. Insgesamt gesehen dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion in Lateinamerika in diesem Jahr um 3,8% und im kommenden Jahr um 3,7% zulegen.

Dank hoher Rohstoffpreise robuste Expansion in Lateinamerika

In *Russland* hielt die kräftige Expansion an. Im ersten Quartal nahm das BIP um 7,9% gegenüber dem Vorjahr zu. Triebkräfte sind weiterhin der private Konsum, zunehmend aber auch die privaten Investitionen. Die Exporte wurden zwar ebenfalls spürbar ausgeweitet, dem stand jedoch ein noch stärkerer Anstieg der Importe entgegen, sodass der Handelsbilanzüberschuss reduziert wurde. Einher ging all dies mit einem starken Anstieg der Löhne und einem Abbau der Arbeitslosenquote auf zuletzt 6,7%.

Zugleich ließ der Preisauftrieb weiter nach, im ersten Quartal betrug die Preissteigerungsrate „nur“ noch 7,7%, nach 9,1% im vierten Quartal 2006.

Tabelle 4

Reales BIP in ausgewählten Schwellen- und Transformationsländern
2003 bis 2008; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %

	2003	2004	2005	2006	2007[P]	2008[P]
Südost-Asien[1]	4,0	5,9	4,9	5,4	5,0	4,3
Hongkong	3,2	8,6	7,5	6,9	5,9	5,0
Indonesien	5,0	4,9	5,7	5,5	5,8	4,0
Korea	3,1	4,7	4,2	5,0	4,4	4,3
Malaysia	5,8	6,8	5,0	5,9	5,4	4,7
Philippinen	4,9	6,4	4,9	5,4	6,9	5,2
Singapur	3,1	8,8	6,6	7,9	6,6	4,4
Taiwan	3,5	6,2	4,1	4,7	4,4	3,9
Thailand	7,1	6,2	4,5	5,0	4,3	3,9
China	10,0	10,1	10,4	10,7	11,2	9,5
Lateinamerika[1]	2,2	5,4	3,7	4,6	3,8	3,7
Argentinien	8,8	9,0	9,2	8,5	8,0	5,7
Brasilien	1,2	5,7	2,9	3,7	3,7	3,8
Chile	3,9	6,0	5,7	4,0	5,7	4,5
Mexiko	1,4	4,2	2,8	4,8	2,5	3,0
Russland	7,4	7,2	6,4	6,5	7,3	6,9
Aufgeführte Länder, exportgewichtet[2]	6,0	7,4	6,6	7,1	7,0	6,2

Eigene Berechnungen nach nationalen Angaben und Schätzungen von *Project* LINK. – [1]Summe der aufgeführten Länder, gewichtet mit dem BIP von 2005 in Dollar. – [2]Mit den Anteilen am deutschen Export 2005. – [P]Eigene Prognose.

Zwar steht den Außenhandelsüberschüssen eine deutliche Ausweitung der Geldmenge gegenüber. Da dies aber eine deutliche Aufwertung des Rubel zur Folge hat, verbilligen sich die Einfuhren. Um die Aufwertung des Rubel zu begrenzen, hat die russische Notenbank ihre Währungsreserven weiter erhöht. Zudem hat sie in dem Währungskorb, an dem sie ihre Wechselkurspolitik ausrichtet, das Gewicht des Euro erhöht. Gleichzeitig hat sie Maßnahmen ergriffen, um die Geldmengenausweitung zu begrenzen und so den Inflationsdruck zu reduzieren.

Prozyklische Finanzpolitik in Russland

Die Finanzpolitik orientiert sich in diesem Jahr erstmals an einem für drei Jahre geltenden Budgetplan, wodurch die Unsicherheit über ihren Kurs verringert werden soll. Obwohl so eine nachhaltige Finanzpolitik sichergestellt werden soll, sieht der Plan für 2007 deutliche Ausgabensteigerungen vor und wirkt damit prozyklisch (OECD 2007: 181f.).

Dies alles spricht dafür, dass sich die Expansion der Wirtschaft auf einem hohen Niveau fortsetzt. Der weiterhin hohe Ölpreis bringt Geld in die öffentlichen Kassen, und dieses dürfte im kommenden Jahr angesichts der Wahlen zu einer erneuten Steigerung der Staatsausgaben genutzt werden. Auch der pri-

vate Konsum dürfte weiterhin kräftig ausgeweitet werden. Alles in allem rechnen wir mit einer Expansion des BIP um 7,3% in diesem und um 6,9% im kommenden Jahr.

2.4 Konjunktur im Euro-Raum verliert an Fahrt

Die Expansion im Euro-Raum hat sich im ersten Halbjahr 2007 etwas verlangsamt. Im zweiten Quartal nahm das reale BIP annualisiert nur noch um 1,2% zu, nach 2,8% zu Jahresbeginn. Gedämpft wurde die Expansion insbesondere durch einen Rückgang der Wohnungsbauinvestitionen. Dies dürfte zum einen mit der milden Witterung zu Jahresbeginn zusammenhängen, die zur Folge hatte, dass die übliche Frühjahrsbelebung ausgeblieben ist. Zum anderen deutet sich in einigen Mitgliedsländern ein Abflauen des Immobilienbooms und damit eine schwächere Baukonjunktur an. Im Gegensatz dazu nahm der private Konsum beschleunigt zu. Er war zu Jahresbeginn insbesondere durch die Mehrwertsteuererhöhung in Deutschland belastet worden. Da im Frühjahr in wichtigen Absatzmärkten für Waren und Dienstleistungen aus dem Euro-Raum die Wirtschaft wieder an Dynamik gewann, leistete auch der Außenhandel einen positiven Wachstumsbeitrag.

Nachlassende Bautätigkeit im Euro-Raum

Entsprechend der insgesamt etwas schwächeren Konjunktur hat sich der Rückgang der Arbeitslosigkeit verlangsamt. Mit derzeit 6,9% der Erwerbstätigen liegt die Arbeitslosenquote allerdings auf dem niedrigsten Stand seit Einführung der harmonisierten Erhebung im Jahr 1993.

Trotz der leichten konjunkturellen Verlangsamung bestehen weiterhin Inflationsrisiken. Die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung erhöht sich vorerst weiter. Monetäre Indikatoren sprechen sogar für eine beträchtliche Gefährdung der Preisniveaustabilität in der mittleren und langen Frist. Die EZB hat darauf reagiert und die Leitzinsen schrittweise, zuletzt im Juni dieses Jahres, auf 4,0% angehoben. Die Hypothekenkrise in den USA hat sie allerdings in eine Zwickmühle gebracht. Einerseits hat sich die konjunkturelle und monetäre Lage im Euro-Raum nicht wesentlich geändert. Andererseits hat die Hypothekenkrise einen gravierenden Vertrauensverlust der Banken untereinander ausgelöst, wodurch sich Interbankenkredite verringerten und zum Teil erheblich verteuerten. Hierauf reagierte die EZB in ihrer Funktion als *lender of last ressort*, indem sie große Mengen zusätzlicher Liquidität zum unveränderten Leitzins bereitstellte. Zudem hat sie den Erwartungen der Finanzmärkte entsprechend auf die für Mitte September angekündigte Zinserhöhung verzichtet, wohl um die Finanzierung nicht weiter zu ver-

Anhaltender Inflationsdruck erlaubt keine Zinssenkungen

Tabelle 5

Eckwerte der Konjunktur im Euro-Raum
2005 bis 2008, real, Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in %

	2005	2006	2007[p]	2008[p]
Privater Verbrauch	1,5	1,8	1,5	2,2
Öffentlicher Verbrauch	1,3	1,9	1,9	2,4
Bruttoanlageinvestitionen	2,6	5,0	5,0	3,5
Inlandsnachfrage	1,7	2,6	2,2	2,4
Export	4,3	8,0	6,2	5,8
Import	5,1	7,7	5,3	6,5
Bruttoinlandsprodukt	1,5	2,8	2,6	2,3

Eigene Berechnungen nach Angaben von Eurostat. – [p]Eigene Schätzung.

teuern. Da wir jedoch nicht davon ausgehen, dass die Hypothekenkrise die wirtschaftlichen Aussichten des Euro-Raums grundlegend verschlechtert hat, erwarten wir, dass die EZB die angekündigte Leitzinserhöhung nachholt und die Zinsen nochmals um 25 Basispunkte anhebt, wenn sich die Lage an den Finanzmärkten stabilisiert hat (vgl. dazu ausführlicher S. 148–153).

Das Defizit der öffentlichen Haushalte ist in den Ländern des Euro-Raums im vergangenen Jahr vor allem aufgrund höherer Einnahmen im Durchschnitt um rund 1%-Punkt auf 1,6% in Relation zum BIP gesunken. Das „strukturelle“ Defizit wurde nach Berechnungen der Europäischen Kommission im Durchschnitt etwa in gleichem Umfang reduziert (EC 2007: 28). Insofern kamen die Länder in der Summe der Forderung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes nach, in konjunkturell guten Phasen das „strukturelle“ Defizit um mehr als 0,5%-Punkte zurückzuführen. Allerdings zeichnet sich in einigen Mitgliedstaaten ein Nachlassen in den Konsolidierungsbemühungen ab. So will Frankreich in diesem Jahr das konjunkturbereinigte Defizit um weniger als 0,5%-Punkte senken, obwohl ein ausgeglichener Haushalt noch in weiter Ferne liegt. Einige Länder mit Haushaltsüberschüssen planen sogar eine kräftigere Steigerung der Staatsausgaben, sodass deren Finanzpolitik im Prognosezeitraum prozyklisch wirken dürfte. Insgesamt ist aber zu erwarten, dass die Finanzpolitik im Euro-Raum im Prognosezeitraum mehr oder weniger neutral ausgerichtet sein wird.

Vorerst wird die Konjunktur im Euro-Raum wohl kräftig bleiben. Darauf deuten auch die aktuellen Konjunkturindikatoren hin[5]. Der private Konsum dürfte von der etwas stärkeren Zunahme der verfügbaren Einkommen profitieren. Auch ist eine kräftige Investitionsnachfrage der Unternehmen zu erwarten, da die Kapazitätsauslastung hoch ist. Allerdings deutet ein Rückgang der

[5] Das EUREN/CEPREDE Kurzfristmodell prognostiziert aufgrund der vorliegenden Indikatoren für das dritte Quartal 2007 eine Zunahme des BIP um 0,4% gegenüber dem Vorquartal. Zum Modell vgl. EUREN 2006.

Baugenehmigungen bereits an, dass die Wohnungsbauinvestitionen schwächer steigen werden. Vom Außenhandel dürften aufgrund der Aufwertung des Euro vorerst etwas schwächere Impulse ausgehen.

Im kommenden Jahr dürfte sich die Expansion etwas verlangsamen. Zwar wird der private Konsum weiter von der steigenden Beschäftigung profitieren und etwas kräftiger zulegen. Die bisherigen Zinsanhebungen der EZB dürften sich allerdings in den Finanzierungskosten der Unternehmen niederschlagen, zumal wohl auch etwas höhere Risikoaufschläge verlangt werden. Dies bremst den Zuwachs bei den Investitionen. Insbesondere die Bautätigkeit dürfte deutlich schwächer ausfallen. Darauf deuten auch die bereits leicht rückläufigen Baugenehmigungen hin. Aufgrund der etwas nachgebenden Weltkonjunktur dürften vom Außenhandel kaum Impulse ausgehen.

Steigende Finanzierungskosten belasten Investitionen im Euro-Raum

Alles in allem prognostizieren wir eine Zunahme des BIP im Euro-Raum um 2,6% im Jahr 2007 und um 2,3% im kommenden Jahr. Dabei erwarten wir, dass die Arbeitslosenquote auf 7,0% bzw. 6,7% zurückgehen wird. Der Preisanstieg dürfte 2007 1,9% betragen und sich 2008 auf 2,1% erhöhen.

2.5 Dynamik in Großbritannien lässt im kommenden Jahr nach

In der ersten Hälfte dieses Jahres setzte sich der Aufschwung in Großbritannien unvermindert fort. Im zweiten Quartal nahm das BIP mit einer Jahresrate von 3,3% zu – geringfügig stärker als zu Jahresbeginn. Der private Konsum stieg wieder etwas stärker. Angesichts des geringen Zuwachses bei den verfügbaren Einkommen dürfte dies an einem weiteren Rückgang der Sparquote gelegen haben, die zu Beginn des Jahres mit 2,1% bereits auf dem niedrigsten Stand seit 1960 gelegen hatte. Auch der Staatsverbrauch nahm etwas kräftiger zu. Allerdings scheinen die bisherigen Zinserhöhungen Wirkung zu zeigen. So waren die Investitionen im zweiten Quartal sogar rückläufig. Das Außenhandelsdefizit hat sich angesichts der Aufwertung des Pfundes noch vergrößert.

Da die Inflationsrate im März mit 3,1% mehr als 1%-Punkt über dem Inflationsziel der *Bank of England* von 2% lag, hat diese in zwei weiteren Schritten den Leitzins auf 5,75% erhöht. Mittlerweile hat sich der Preisanstieg zwar wieder beruhigt und liegt mit 1,9% knapp unter dem Zielwert. Allerdings sieht die Zentralbank in der mittleren Frist, wohl auch aufgrund des weiterhin hohen Anstiegs der Geldmenge, immer noch Inflationsrisiken, die einen weiteren Zinsschritt erforderlich machen könnten.

Damit würde aber das Risiko eines Einbruchs am Immobilienmarkt, ähnlich dem in den USA, steigen. In realer Rechnung sind die Preise für Häuser seit

ihrem letzten Tiefpunkt vor rund 12 Jahren um 160% gestiegen[6] und damit stärker als in den USA (ARGE 2006: 10). Spiegelbildlich ist die Verschuldung der privaten Haushalte seit dem Jahr 2000 um rund 50% gestiegen (Bank of England 2007: 13). Damit sind diese, gemessen am verfügbaren Einkommen, im Durchschnitt stärker verschuldet als die Bürger der USA (Girouard et al. 2006: 7). Ferner führt die Ausgestaltung der Hypothekenkredite in Großbritannien dazu, dass Zinserhöhungen erst mit Verzögerung zu einer steigenden Belastung der Schuldner führen. Der *Council of Mortgage Lenders* (CML 2007a, S. 2) schätzt, dass in diesem und im nächsten Jahr die Festzinsphase von rund 2 Mill. Hypothekenkrediten ausläuft und die betroffenen Haushalte daran anschließend sehr viel höhere Zinszahlungen zu leisten haben. Im ersten Halbjahr ist die Zahl der Pfändungen von Hauseigentum bereits um 18% gegenüber dem Vorhalbjahr gestiegen, womit sie sich freilich historisch gesehen immer noch auf einem sehr niedrigen Niveau befindet (CML 2007b).

Immobilienmarkt ist auch für die britische Konjunktur ein Risiko

Die öffentlichen Haushalte befinden sich Dank der guten Konjunktur in einer besseren Verfassung. Im Fiskaljahr 2006/07 (Ende: März 2007) sank das Defizit um einen halben Prozentpunkt auf 2,7% des BIP. Zu diesem Zeitpunkt endete nach Einschätzung der Regierung auch der Konjunkturzyklus (HM Treasury 2006: 216), sodass die *golden rule*, nach der über den Zyklus ausschließlich Investitionen kreditär finanziert werden dürfen, eingehalten wurde. Ferner wurde, mit Ausnahme des ersten Jahres des Zyklus (1997/98), die *sustainable investment rule* eingehalten, nach der der Schuldenstand unter 40% des BIP liegen soll. Für das kommende Jahr sollen die Ausgaben verlangsamt um real nur noch 2% angehoben werden, womit der Anstieg wohl hinter dem Wirtschaftswachstum zurückbleiben wird.

Im Prognosezeitraum dürfte der Aufschwung an Kraft verlieren. Zum einen dürfte die steigende Zinsbelastung der privaten Haushalte zu einer Zurückhaltung beim privaten Konsum führen, zumal wieder mit einer ansteigenden Sparneigung zu rechnen ist. Die Investitionen dürften etwas schwächer steigen als im vergangenen Jahr, insbesondere dürfte sich der Anstieg bei den Wohnungsbauinvestitionen abschwächen. Der Fehlbetrag im Außenhandel dürfte aufgrund der Aufwertung des britischen Pfundes in diesem Jahr zunehmen. Insgesamt gehen wir von einem BIP-Wachstum von 2,9% in diesem und 2,4% im nächsten Jahr aus.

[6] Gemessen am *Nationwide* Hauspreisindex, der mit dem Einzelhandelspreisindex deflationiert wurde.

Tabelle 7

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosigkeit in den neuen EU-Ländern[1]
2006 bis 2008

	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote[2]		
	2006	2007[p]	2008[p]	2006	2007[p]	2008[p]	2006	2007[p]	2008[p]
	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %						in %		
Polen	6,1	6,4	5,1	1,3	2,4	2,1	13,8	12,7	11,8
Tschechien	6,4	6,1	5,9	2,1	2,6	2,5	7,1	6,7	6,3
Ungarn	3,9	3,0	3,7	4,0	8,0	6,0	7,5	7,4	7,5
Slowakei	8,3	9,3	8,4	4,3	1,9	4,2	13,4	12,6	11,9
Estland	11,4	8,5	6,4	4,4	6,0	5,3	5,9	5,6	5,4
Lettland	12,0	10,4	8,1	6,6	8,9	6,5	6,8	6,6	6,3
Litauen	7,5	7,7	7,1	3,8	4,7	3,0	5,6	5,3	5,1
Insgesamt[3]	6,0	5,8	5,2	2,4	3,6	3,1	10,8	10,0	9,5

Eigene Berechnungen nach Angaben von Eurostat und der OECD. – [1]Zypern und Malta wegen des geringen Gewichts nicht erfasst. – [2]Standardisiert. – [3]Summe der aufgeführten Länder; BIP und Verbraucherpreise gewichtet mit dem BIP von 2003 in Dollar, Arbeitslosenquote mit der Zahl der Erwerbspersonen. – [p]Eigene Prognose. – [s]Zum Teil eigene Schätzungen.

2.6 Anhaltend steigende Inlandsnachfrage in den neuen EU-Ländern

Das Wirtschaftswachstum in den neuen Mitgliedsländern der EU ist weiterhin hoch, hat sich aber im ersten Halbjahr 2007 insgesamt gesehen etwas abgeschwächt. Die Expansion wird derzeit weiterhin vor allem von der Binnennachfrage getragen. Der private Konsum expandiert angesichts sinkender Arbeitslosigkeit und steigender Einkommen kräftig. Auch die privaten Investitionen werden zügig ausgeweitet. Beim Außenhandel bestehen beträchtliche Unterschiede. Während in der Slowakei die Exporte kräftig ausgeweitet wurden, sind in den baltischen Staaten die Importe deutlich schneller gestiegen, sodass sich dort das ohnehin hohe Leistungsbilanzdefizit weiter erhöhte.

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt verbesserte sich in den meisten Ländern rasch, was in einigen Bereichen bereits zu Engpässen zu führen scheint. Angesichts der insgesamt immer noch hohen Arbeitslosigkeit handelt es sich dabei zwar nicht um ein generelles Problem. Jedoch steigen zumindest in einigen Regionen und Branchen die Löhne bereits verstärkt. Aufgrund des hohen Produktivitätswachstums in der Industrie scheinen die Unternehmen bisher in der Lage gewesen zu sein, die Erhöhung der Arbeitskosten zu verkraften. Jedenfalls ist die Inflation in den meisten Ländern rückläufig, wobei sich die Preissteigerung zwischen den Ländern immer noch deutlich unterscheidet. Allerdings ist in Anbetracht der steigenden Lohnkosten zu erwarten, dass die Geldpolitik den Restriktionsgrad weiter erhöhen wird.

Punktuelle Knappheiten am Arbeitsmarkt

Trotz des kräftigen Wachstums in fast allen Ländern der Region verzeichnen gerade die großen Volkswirtschaften Polen, die Tschechische Republik und Ungarn erhebliche Defizite in den öffentlichen Haushalten. Zwar sind in allen Ländern Maßnahmen vorgesehen, um die Fehlbeträge zu reduzieren. Jedoch werden diese wohl erst nach und nach greifen.

Bleibt wie hier prognostiziert das internationale Umfeld weiterhin relativ günstig, dürfte die gesamtwirtschaftliche Expansion in den neuen EU-Mitgliedsländern hoch bleiben. Allerdings wird sich das Tempo angesichts der zu erwartenden Engpässe am Arbeitsmarkt und des zunehmenden Restriktionsgrades der Geldpolitik etwas abschwächen. Wir gehen von einer Expansion des BIP von 5,8% in diesem Jahr und von 5,2% im kommenden Jahr aus.

Literatur

ABARE – Australian Bureau of Agricultural an Resource Economics (ed.) (2007), World prices remain volatile. *Australian Commodities* 07.2. Internet: www.abareconomics.com/interactive/ac_june07/pdf/oilgas.pdf, Download vom 10.9.2007.

ARGE – Arbeitsgemeinschaft deutscher wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute e.V. (Hrsg.) (2006), *Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Herbst 2006*. Berlin.

Bank of England (ed.) (2007), *Inflation Report August*. London. Internet: www.bankofngland.co.uk/publications/inflationreport/ir07aug.pdf, Download vom 10.9.2007.

Bank of Tokyo Mitsubishi (ed.) (2007), Moderate Slowdown Continues. *Economic Monthly* 2007 (July).

Borbély, D. (2007), Rohöl: Stürmische Zeiten? – Drei Szenarien für den Ölpreis bis Ende 2007. Volkswirtschaft Spezial. Deka Bank, Frankfurt a.M. Internet: www.dekabank.de/globaldownload/de/economics/vowi_spezial/VS_07-08-21_Oelpreisszenarien.pdf, Download vom 10.9.2007.

CBO – Congressional Budget Office (2007), *The Budget and Economic Outlook*: An Update. August 2007. Internet: www.cbo.gov/ftpdocs/85xx/doc8565/08-23-Update07.pdf, Download vom 10.9.2007.

CML – Council of Mortgage Lenders (ed.) (2007a), *Market Commentary August 2007*. London.

CML – Council of Mortgage Lenders (ed.) (2007b), *CML Arrears and Possessions Statistics August 2007*. Press Release. London.

Döhrn, R. et al. (2007), Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland: Kein Ende des Aufschwungs absehbar. *RWI : Konjunkturberichte* 58 (1): 27–84.

EC – European Commission (ed.) (2007), *Quarterly Report on the Euro Area*. Vol. 6 (2). Brüssel.

EUREN – European Economic Research Network (ed.) (2006), The EUREN/CEPRDE High Frequency Model for the Euro area. EUREN-News #1 2006. Internet: www.rwi-essen.de/euren.

Girouard, N. et al. (2006), Has the Rise in Dept Made Households More Vulnerable? OECD Economics Department Working Paper 535. Paris.

HM Treasury (ed.) (2006), *Pre-Budget Report* 2006. London.

Hoggarth, G. et al. (2002), Costs of banking system instability: Some empirical evidence. *Journal of Banking & Finance* 26: 825–855.

IEA – International Energy Agency (ed.) (2007), *Oil Market Report*. Paris.

IMF – International Monetary Funds (ed.) (2003), When Bubbles Burst. World Economic Outlook: Growth and Institutions. Washington, DC.

Kaminsky, G. L. and C.M. Reinhart (1996), The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems. International Finance Discussion Paper 544. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC. Internet: www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/1996/544/ifdp544.pdf, Download vom 10.9.2007.

Kiff, J. and P. Mills (2007a), Money for Nothing and Checks for Free: Recent Developments in U.S. Subprime Mortgage Markets. IMF Working Paper 07/188. Washington, DC.

Kiff, J. and Mills, P. (2007b), Lessons from Subprime Turbulence. *IMF Survey Magazine: IMF Research*. Washington, DC. Internet: www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2007/RES0823A.htm, Download vom 7.9.2007.

Mishkin, F.S. (2007), Housing and the Monetary Transmission Mechanism. Finance and Economic Discussion Series., Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, DC.

o.V. (2007), Exzesse im Erdölmarkt. *Neue Zürcher Zeitung* 2007 (20.8.).

OECD (ed.) (2007), Economic Outlook 81. Paris.

Tokgoz, S. et al. (2007), Emerging Biofuels: Outlook of Effects on U.S. Grain, Oilseed, and Livestock Markets. Staff Report 07–SR 1001. Iowa State University, Ames.