

Döhrn, Roland; Middendorf, Torge; Schmidt, Torsten

## Article

# Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland: Kein Ende des Aufschwungs absehbar

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: Kein Ende des Aufschwungs absehbar, RWI Konjunkturberichte, ISSN 1861-6305, Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung (RWI), Essen, Vol. 58, Iss. 1, pp. 3-25

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/61068>

### 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.*

**Roland Döhrn, Torge Middendorf und Torsten Schmidt**

## **Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland: Kein Ende des Aufschwungs absehbar<sup>1</sup>**

### **Kurzfassung**

Die weltwirtschaftliche Expansion dürfte in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres nicht mehr so kräftig gewesen sein wie zuvor. Allerdings hat sie sich weniger verlangsamt als häufig befürchtet. In den USA wuchs das BIP schwächer als das Produktionspotenzial, in Japan und im Euro-Raum war jedoch der Zuwachs im Schlussquartal 2006 deutlich höher als im Sommerhalbjahr. Trotz der zumeist hohen Kapazitätsauslastung blieb der Preisauftrieb in den Industrieländern gering. Vor allem wegen des niedrigeren Rohölpreises ging die Inflationsrate vielfach sogar zurück. Dabei dürfte auch eine Rolle gespielt haben, dass die Notenbanken der Industrieländer ihre Leitzinsen 2006 angehoben haben, um Inflationsgefahren vorzubeugen. Im Prognosezeitraum dürfte die EZB weitere Zinsschritte beschließen, die Notenbank der USA wird die Zinsen unserer Einschätzung nach vorerst unverändert lassen.

In den Entwicklungs- und Schwellenländern setzte sich die kräftige Expansion fort. In China wuchs die Wirtschaft erneut zweistellig, und davon profitierten auch die Länder Südostasiens. Den meisten Ländern Lateinamerikas kam die anhaltende Hausse an den Rohstoffmärkten zugute.

Die Voraussetzungen sind günstig, dass sich der Aufschwung fortsetzt. Dabei dürften die Differenzen zwischen den großen Wirtschaftsräumen weiter abnehmen. Für die USA erwarten wir zunächst eine Expansion unterhalb des Potenzialpfads, da der Rückgang der Immobilienpreise vorerst noch dämpft. Im Euro-Raum dürfte die Produktion ebenso wie in Japan rascher als das Produktionspotenzial zulegen. Für die Schwellenländern gehen wir von einer etwas schwächeren, aber immer noch recht kräftigen Expansion aus.

Das Weltsozialprodukt dürfte unter diesen Voraussetzungen 2007 um 3,0% und 2008 um 3,2% zunehmen. Für den internationalen Warenhandel errechnet sich daraus ein Anstieg um 7,5% bzw. 8,0%. Ein Risiko für den weltweiten Aufschwung sind nach wie vor die massiven Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen und das damit in Verbindung stehende sehr reichliche Kapitalangebot. Die Nervosität auf den internationalen

---

<sup>1</sup> Abgeschlossen am 9. März 2007. Wir danken Wim Kösters und Joachim Schmidt für kritische Anmerkungen zu einer früheren Fassung des Berichts sowie Anette Hermanowski, Waltraud Lutze, Thomas Michael, Marc-André Nehr Korn-Ludwig, Gabriele Pomorin und Heribert Sunderbrink für die technische Unterstützung der Arbeiten.

Tabelle 1

| <b>Eckwerte zur internationalen Konjunktur</b>        |      |                   |                   |
|---|------|-------------------|-------------------|
| 2006 bis 2008; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in % |      |                   |                   |
|   | 2006 | 2007 <sup>P</sup> | 2008 <sup>P</sup> |
| Bruttoinlandsprodukt, real                            |      |                   |                   |
| Euro-Raum   | 2,6  | 2,4               | 2,5               |
| Großbritannien  | 2,7  | 2,4               | 2,6               |
| USA   | 3,3  | 2,6               | 3,2               |
| Japan   | 2,2  | 2,0               | 1,7               |
| Industrieländer insgesamt                             | 2,9  | 2,5               | 2,7               |
| Verbraucherpreise                                     |      |                   |                   |
| Euro-Raum   | 2,2  | 2,0               | 2,2               |
| Großbritannien  | 2,3  | 2,0               | 2,0               |
| USA   | 3,2  | 2,2               | 2,9               |
| Japan   | 0,3  | 0,8               | 1,1               |
| Industrieländer insgesamt                             | 2,3  | 1,9               | 2,3               |
| Welthandel <sup>1</sup>                               | 8,8  | 7,5               | 8,0               |
| Rohölpreis (Brent, \$/b) <sup>2</sup>                 | 65,5 | 60,0              | 60,0              |
| Dollarkurs (\$/€) <sup>2</sup>                        | 1,26 | 1,30              | 1,30              |

Eigene Berechnungen nach Angaben der OECD, von Eurostat und nationalen Statistikämtern.  
– <sup>1</sup>Güter in Preisen und Wechselkursen von 2000. – <sup>2</sup>Jahresdurchschnitt. – <sup>P</sup>Eigene Prognose.

Finanzmärkten in den vergangenen Tagen verdeutlicht, dass bereits kleine Anlässe zu abrupten Änderung der internationalen Kapitalströme führen können.

## 1. Überblick

### 1.1 Expansion blieb kräftig

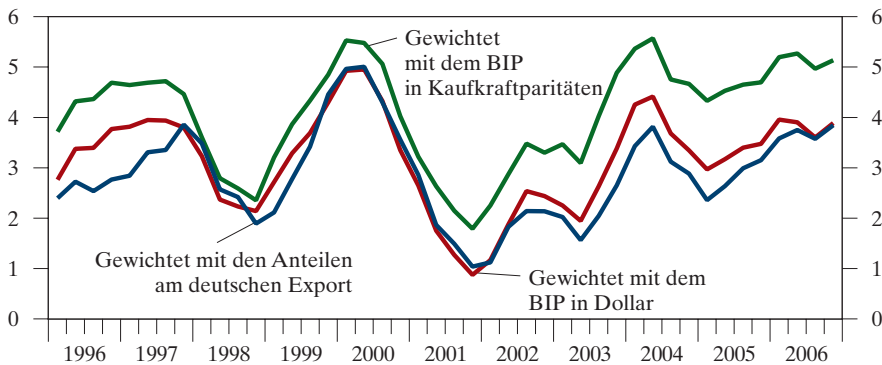
Die weltwirtschaftliche Expansion dürfte in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres nicht mehr so kräftig gewesen sein wie zuvor (Schaubild 1). Gleichwohl hat sich das Wachstum weniger verlangsamt, als dies vielfach befürchtet worden war. In einer Reihe von Ländern beschleunigte sich die Expansion im Schlussquartal 2006 sogar spürbar. Dies gilt insbesondere für Japan und den Euro-Raum, wo die annualisierte Vorquartalsrate 4,8% bzw. 3,6% erreichte. In den USA nahm das BIP zwar nur um (annualisiert) 2,2% zu und damit langsamer als das Produktionspotenzial, jedoch ist es nicht zu dem von Einigen befürchteten Abschwung gekommen.

In den Entwicklungs- und Schwellenländern blieben die Zuwachsraten hoch, insbesondere in Asien. In China wuchs die Wirtschaft erneut zweistellig, und davon profitierten auch die Länder Südostasiens, die ihre Ausfuhren nach China spürbar ausweiten konnten. Den meisten Ländern Lateinamerikas kam die anhaltende Hausse an den Rohstoffmärkten zugute, ihrem zumeist wichtigsten Exportprodukt. Dies gilt auch für viele Länder Afrikas, womit selbst auf diesem Kontinent, der in der Vergangenheit häufig von der internationa-

Schaubild 1

**Welt-Sozialprodukt<sup>1</sup>**

1996 bis 2006; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %



Eigene Berechnungen nach Angaben internationaler Institutionen. – <sup>1</sup>Gewichteter Durchschnitt der Veränderungsrate des realen BIP von 47 Ländern. Viertes Quartal 2006 teilweise geschätzt.



len Konjunktur abgekoppelt war, sich eine positive Entwicklung fortsetzte (UN 2007: 102–108).

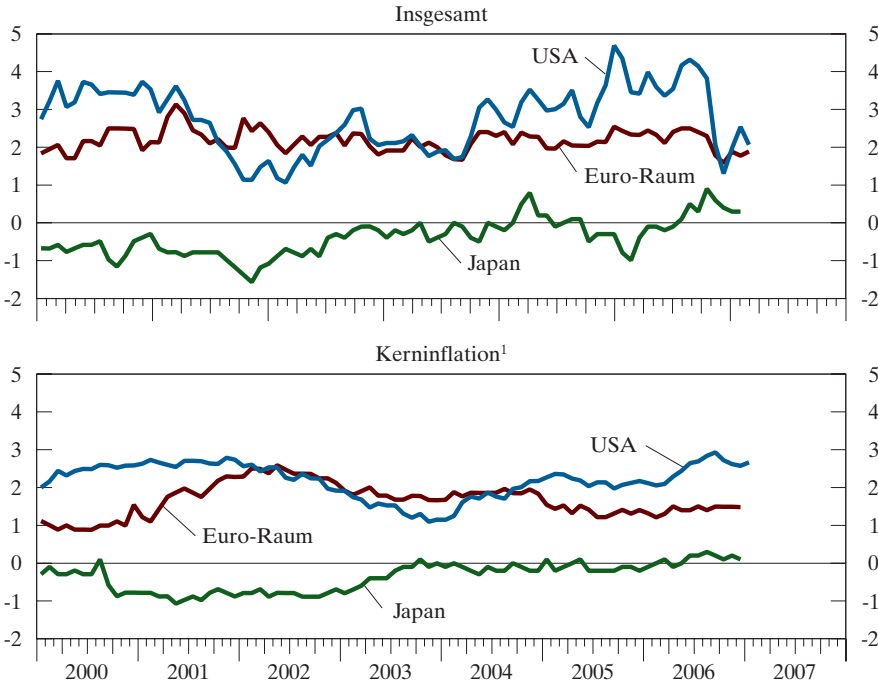
Trotz der zumeist weiterhin hohen Kapazitätsauslastung blieb der Preisauftrieb in den Industrieländern gering. Vor allem wegen des niedrigeren Rohölpreises ging die Inflationsrate vielfach sogar zurück (Schaubild 2). In den USA steigt die Kerninflation nicht mehr; im Euro-Raum liegt sie seit April 2005 nahezu unverändert bei 1,5%. In Japan steigen die Preise seit Mitte vergangenen Jahres wieder beständig, jedoch bestehen immer noch Zweifel, ob die Deflation nachhaltig überwunden ist. In den Entwicklungs- und Schwellenländern war der Preisauftrieb zwar wie stets stärker als in den Industrieländern, er blieb aber im Vergleich zu früheren Jahren moderat (UN 2007: 15). Die reichlich vorhandene Liquidität, die bisher in erster Linie zu einem Anstieg der Preise von Vermögenswerten führte, stellt jedoch mehr und mehr ein Risiko auch für die Stabilität der Verbraucherpreise dar.

Dämpfend auf den Preisanstieg wirkte – wie erwähnt – der Rückgang des Rohölpreises. Gegenüber dem Spitzenwert im August 2006 (78 \$/b) fiel er zeitweise um 35% auf 50 \$/b. Allerdings deutet wenig darauf hin, dass damit ein Abwärtstrend eingesetzt hat. Vielmehr wurden in erster Linie Übersteigerungen korrigiert, und auch der milde Winter in weiten Teilen Europas und der USA dürfte tendenziell preissenkend gewirkt haben. Zudem nahm das Ölangebot sowohl außerhalb als auch – angesichts angekündigter Produktionskürzungen überraschend – in der OPEC zu (IEA 2007: 3). Jedoch dürfte sich der Ölverbrauch aufgrund der weiterhin guten Konjunktur, insbesondere

Schaubild 2

**Inflation im Euro-Raum, in den USA und in Japan**

2000 bis 2007; Veränderung der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahr in %



Eigene Berechnungen. – <sup>1</sup>Vereinigte Staaten und Euro-Raum: ohne Energie und Nahrungsmittel; Japan: ohne frische Nahrungsmittel.

RWI  
ESSEN

des anhaltend kräftigen Wachstums in China, auch 2007 spürbar erhöhen<sup>2</sup>. Ferner ist davon auszugehen, dass die OPEC auf einen weiteren Preisrückgang mit Produktionskürzungen reagieren würde. Daher basiert unsere Prognose auf der Annahme, dass der Preis für Rohöl in diesem und im kommenden Jahr bei etwa 60\$/b liegen wird.

Im Gegensatz zu den Energiepreisen sind die Notierungen vieler Industrierohstoffe bisher nur wenig zurückgegangen (Schaubild 3). Dies gilt insbesondere für *Metalle*. Aber auch viele agrarische *Rohstoffe* blieben im längerfristigen Vergleich teuer. Hauptursache dafür war wohl die unverändert kräftig wachsende Nachfrage Chinas, das bei vielen Rohstoffen inzwischen einen hohen Teil

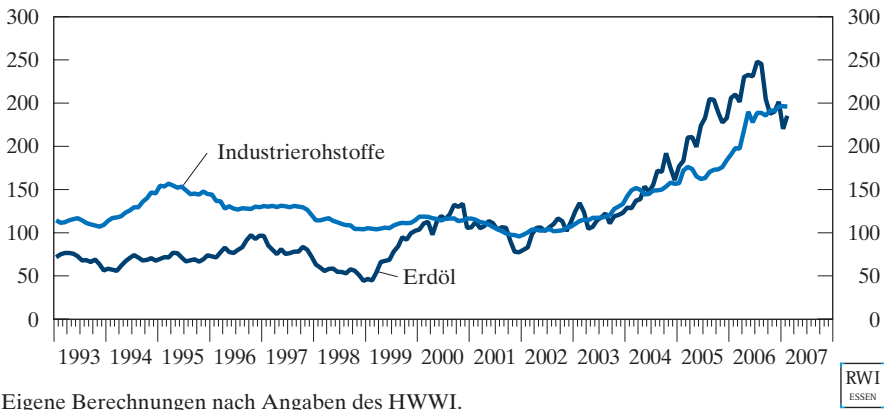
**Rohstoffe  
bleiben teuer**

<sup>2</sup> Die IEA schätzt die Zunahme des weltweiten Ölverbrauchs 2007 auf 1,6% nach 0,9% in 2006 (IEA 2007: 5).

Schaubild 3

**Rohstoffpreise**

1993 bis 2007; HWWA-Indizes auf Dollarbasis, 2000 = 100



Eigene Berechnungen nach Angaben des HWWI.

des weltweiten Angebots aufnimmt (Döhrn et al. 2006: 89). Für den Prognosezeitraum gehen wir von leicht rückläufigen Preisen insbesondere bei metallischen Rohstoffen aus, da viele Produzenten eine deutliche Ausweitung ihrer Kapazitäten planen (ABARE 2006: 679).

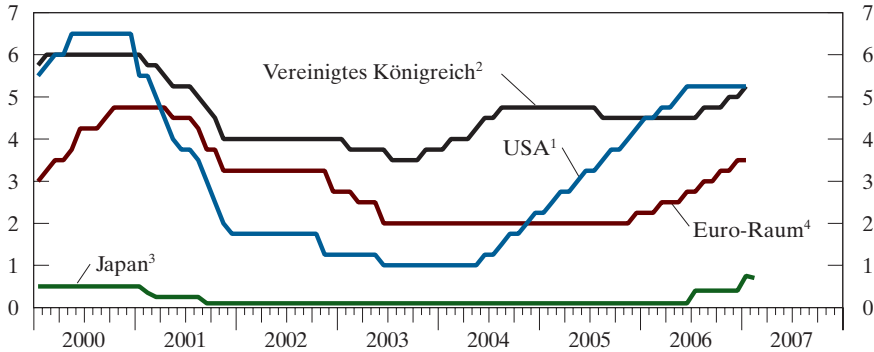
In Anbetracht der zunehmenden gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung und gestiegener Inflationsrisiken haben die Notenbanken der Industrieländer die Leitzinsen 2006 weiter angehoben (Schaubild 4). Die *Federal Reserve*, die am frühesten begonnen hatte, die Zügel zu straffen, veränderte die *federal funds rate* allerdings seit Juni 2006 nicht mehr. Die *Bank of England* und die EZB hoben ihren Leitzins bis zuletzt weiter an. Jüngst erhöhte auch die japanische Notenbank die Zinsen, womit sich jedoch an der expansiven Ausrichtung ihrer Politik wenig änderte. In den USA und Großbritannien dürfte die Geldpolitik derzeit leicht restriktiv ausgerichtet sein, während der Kurs im Euro-Raum noch als leicht expansiv einzuschätzen ist. Im Prognosezeitraum dürfte jedoch die EZB den Refinanzierungssatz weiter anheben. In den USA wächst die Wirtschaft voraussichtlich in der Nähe des Potenzialpfads, so dass die Fed die Zinsen vorerst unverändert lassen dürfte. Für Japan sind weitere Zinsanhebungen zu erwarten, zumal wenn die Notenbank einer weiteren Schwächung des Yen entgegenwirken will. Alles in allem erwarten wir, dass die Geldpolitik im Prognosezeitraum weniger expansiv ausgerichtet sein wird als bisher. Allerdings dürften die langfristigen Zinsen zu-  
 meist weniger steigen als die kurzfristigen, weil das Kapitalangebot reichlich ist und die Inflationserwartungen gering bleiben dürften.

Zinsen steigen  
nur noch wenig

Schaubild 4

**Notenbankzinsen ausgewählter Länder**

2000 bis 2007; in %



Nach Angaben der Notenbanken. – <sup>1</sup>Federal Funds Rate. – <sup>2</sup>Base rate. – <sup>3</sup>Diskontsatz. – <sup>4</sup>Hauptrefinanzierungssatz. RWI  
ESSEN

Die Finanzpolitik war in den Industrieländern 2006 weniger expansiv ausgerichtet als in den Jahren zuvor. In nahezu allen größeren Staaten ging der konjunkturbereinigte Haushaltssaldo zurück, besonders deutlich in Großbritannien und in den USA. Für 2007 und 2008 erwartet die OECD (2006: 26) eine per saldo unveränderte Ausrichtung. In einigen Ländern des Euro-Raums, vor allem in Deutschland und Italien, sowie in Japan ist zwar geplant, die Konsolidierung der Haushalte voranzutreiben. In anderen Ländern steigen die (strukturellen) Defizite hingegen voraussichtlich oder die Überschüsse nehmen ab. Für die USA unterstellt das CBO (2007) mittlerweile allerdings, anders als die OECD im Herbst, für 2007 und 2008 rückläufige Fehlbeträge.

**1.2 Etwas geringere Zuwächse im Prognosezeitraum**

Treffen unsere Annahmen zu den wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen und unsere Einschätzung der Rohstoffmärkte zu, so sind die Voraussetzungen günstig, dass sich der Aufschwung fortsetzt, wobei er allerdings vor allem in diesem Jahr etwas an Tempo verlieren dürfte (Tabelle 2). Für die Industrieländer halten wir ein Wachstum des BIP um 2,5% in diesem und um 2,7% im kommenden Jahr für wahrscheinlich. Dabei dürften die Differenzen zwischen den großen Wirtschaftsräumen im Vergleich zu den vergangenen Jahren weiter abnehmen (Tabelle 3). Für die USA erwarten wir eine Expansion nahe dem Potenzialpfad. Im Euro-Raum hingegen dürfte sich die Output-Lücke weiter schließen, und auch die japanische Wirtschaft

**Aufschwung  
verliert etwas  
an Tempo**

Tabelle 2

| <b>Veränderung des Bruttoinlandsprodukts ausgewählter Industrieländer im Jahresverlauf 2005 bis 2008; annualisierte Raten in %</b> |        |        |        |        |                   |        |                   |        |
|--|--------|--------|--------|--------|-------------------|--------|-------------------|--------|
|  | 2005   |        | 2006   |        | 2007 <sup>P</sup> |        | 2008 <sup>P</sup> |        |
|  | 1. Hj. | 2. Hj. | 1. Hj. | 2. Hj. | 1. Hj.            | 2. Hj. | 1. Hj.            | 2. Hj. |
| Euro-Raum  | 1,5    | 2,0    | 3,0    | 3,0    | 2,5               | 1,5    | 2,5               | 3,25   |
| Großbritannien   | 1,5    | 2,0    | 3,0    | 3,0    | 2,25              | 2,25   | 2,5               | 2,5    |
| USA  | 3,0    | 3,25   | 3,75   | 2,25   | 2,5               | 3,0    | 3,0               | 3,5    |
| Japan  | 2,5    | 2,5    | 2,0    | 1,75   | 2,5               | 1,75   | 1,75              | 1,75   |
| Insgesamt  | 2,25   | 2,5    | 3,0    | 2,5    | 2,5               | 2,0    | 2,5               | 3,0    |

Eigene Berechnungen nach Angaben nationaler Quellen. – <sup>P</sup>Eigene Prognose.

wächst wohl rascher als das Produktionspotenzial, auch wenn sich letzteres angesichts der langen Stagnation nur schwer einschätzen lässt.

Auch für die Entwicklungs- und Schwellenländer gehen wir von einer etwas schwächeren Konjunktur aus. Jedoch dürfte auch hier die Expansion recht robust sein, da sie inzwischen vermehrt von der Binnennachfrage getragen wird. Entscheidend für diese Prognose ist aber, angesichts des großen Gewichts des Landes, in welchem Umfang die chinesische Regierung Maßnahmen zur Dämpfung der kräftig expandierenden Nachfrage und zur Verringerung der internen und externen Ungleichgewichte ergreift. Wir gehen in unserer Prognose davon aus, dass sich das Wachstum Chinas etwas verringert, wobei sich wenig an der hohen Exportorientierung ändern dürfte.

### Konjunktur in den Industrieländern stark im Gleichschritt

Das Weltsozialprodukt dürfte unter diesen Voraussetzungen 2007 (in Dollar gerechnet) um 3,0% und 2008 um 3,2% zunehmen, nach 3,5% 2006. Für den internationalen Warenhandel bedeutet dies eine Zunahme um 7,5% bzw. 8,0% (2006: 8,8%). Dabei erwarten wir, dass sich der Preisauftrieb nicht verstärkt, zumal wir von leicht rückläufigen Rohstoffpreisen ausgehen. Die Wachstumsdifferenzen zwischen den Industrieländern verringern sich spürbar. An den globalen Ungleichgewichten dürfte sich aber wenig ändern, insbesondere weil China wohl auch weithin einen hohen Leistungsbilanzüberschuss aufweisen wird.

### 1.3 Risiken

Der kräftige Aufschwung der Weltwirtschaft hält nunmehr schon seit 2004 an. Nach dem Urteil der Deutschen Bundesbank (2007: 13) befindet sie sich in der „dynamischsten Phase seit den fünfziger Jahren“. Zwar sterben Zyklen üblicherweise nicht an Altersschwäche, wie es der *Council of Economic Advisors* mit Bezug auf die USA einmal ausdrückte, sondern sie enden erfahrungs-



gemäß wegen steigender Inflation, wachsenden finanziellen Ungleichgewichten oder dem Aufbau von Überkapazitäten (CEA 1997: 87). In den vergangenen Jahren haben sich jedoch teilweise massive Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen aufgebaut, die unverändert das Risiko in sich bergen, dass dieser Aufschwung abrupt endet.

Das Leistungsbilanzdefizit der USA hat sich 2006 weiter vergrößert. Sein Gegenstück ist auf Seiten der USA eine beträchtliche „Sparlücke“: die nationalen Ersparnisse sind erheblich kleiner als die Investitionen. Dies erfordert einen hohen Kapitalimport, dem ein Fehlbetrag in der Leistungsbilanz gegenüber steht. Auf der anderen Seite verfügen insbesondere die asiatischen und die Öl exportierenden Länder über eine „Nachfragelücke“. Ihre interne Absorption ist gering, und sie exportieren in beträchtlichem Umfang Kapital, sei es, weil die Ersparnis zu hoch ist, wie Bernanke (2005) argumentiert, sei es, weil die Investitionen zu niedrig ausfallen (Lee, McKibbin 2006: 17–18). Ein Abbau des Defizits der USA könnte auf mehreren Wegen erreicht werden. Entweder erhöhen die USA ihre Sparsamkeit – was *Lee/McKibbin* (2006: 29–30) für den Weg halten, der den größten Erfolg verspricht. Alternativ könnten die Kapitalexportländer die interne Absorption steigern. Eine weitere Möglichkeit ist, dass sich die Wechselkurse anpassen, entweder die asiatischen Währungen aufwerten oder der Dollar abwertet. Es ist durchaus vorstellbar, dass sich durch Nutzung dieser Anpassungsparameter ein „sanfter“ Abbau des Leistungsbilanzdefizits erreichen lässt, der die internationale Konjunktur nicht belastet (ARGE 2006: 51–57). Wahrscheinlich ist jedoch, dass kurzfristig weder die Ersparnisbildung in den USA noch die interne Absorption in den Kapital exportierenden Ländern steigt. China, das mit seinen Kapitalbilanzüberschüssen einen großen Teil des Defizits der USA finanziert, ist wohl eher geneigt, die Investitionstätigkeit zu dämpfen. Auch ist eine konzertierte Aufwertung der asiatischen Währungen nicht zu erwarten. Daher bleibt das Risiko, dass die Defizite zu heftigen Reaktionen des Dollarkurses führen.

---

Ungleichgewichte  
verringern sich  
kaum

---

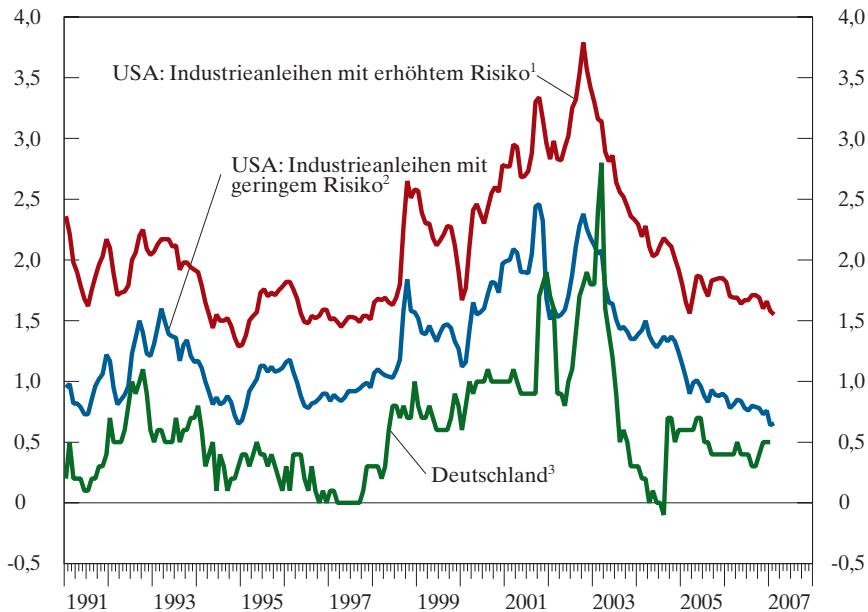
Die globalen Leistungsbilanzungleichgewichte konnten unter anderem deshalb bisher durchgehalten werden, weil weltweit bereits seit einiger Zeit ein reichliches Kapitalangebot vorhanden war. Dies wurde zum Teil dadurch geschaffen, dass die Notenbanken während der Asienkrise und nach dem 11. September 2001 auf einen expansiven Kurs gegangen waren, um Rezessionsgefahren vorzubeugen. Hinzu kommen die Einnahmen der

Erdöl exportierenden Länder. Die Suche nach rentablen Anlagemöglichkeiten dafür dürfte zu dem beträchtlichen Anstieg der Preise für Vermögenswerte beigetragen haben. Zudem wendeten sich Investoren immer riskanteren Anlageformen zu. Dadurch ist zum Beispiel die Risikoprämie, gemessen an

Schaubild 5

**Risikoaufschlag auf Industrielanleihen gegenüber Staatspapieren**

1991 bis 2007; Monatsdurchschnitte in %-Punkten



Eigene Berechnungen nach Angaben des Federal Reserve Board und der Deutschen Bundesbank. – <sup>1</sup>Verzinsung von Industrielanleihen mit dem Rating BBB in Relation zu zehnjährigen Staatspapieren. – <sup>2</sup>Verzinsung amerikanischer Industrielanleihen mit dem Rating AAA in Relation zu der zehnjähriger Staatspapiere. – <sup>3</sup>Renditen von Industrieobligationen im Vergleich zu der von Anleihen der öffentlichen Hand.

der Differenz der Verzinsung von risikolosen Staats- und stärker risikobehafteten Unternehmensanleihen, in den vergangenen Jahren deutlich gesunken, wenn sie auch derzeit ähnlich niedrig ist wie zu Beginn der neunziger Jahre (Schaubild 5). Zum Teil steht dies zwar im Einklang mit den Fundamentaldaten, da sich die Bonität vieler Unternehmen verbessert hat. Die BIZ macht allerdings inzwischen Warnzeichen aus, die auf steigende Ausfallrisiken in einzelnen Marktsegmenten hinweisen (Hördahl, Upper 2006: 7-10). Viele Notenbanken sehen zudem mit Sorge, dass immer riskantere Anlageformen geschaffen werden, die zum einen schwer zu kontrollieren sind, bei denen zum anderen auch unklar ist, wer letztlich für die Bonität haftet (o.V. 2007). Kommt es in größerem Umfang zu Kreditausfällen, so könnte dies zu beträchtlichen Turbulenzen an den internationalen Finanzmärkten führen, die die weltwirtschaftliche Expansion spürbar dämpfen könnten. Die

**Risikante  
Finanzinvestitionen  
nehmen zu**

Nervosität, mit der die internationalen Finanzmärkte jüngst auf die im historischen Vergleich geringen Kurseinbußen an den asiatischen Börsen reagierten, unterstreicht dieses Risiko.

## 2. Die Regionen im Einzelnen

### 2.1 Nur vorübergehende Schwäche in den USA

Die Expansion in den USA hat sich deutlich verlangsamt. Im zweiten Halbjahr 2006 nahm die Produktion um 2,2% zu und damit deutlich schwächer als im ersten (3,8%). Dämpfend wirkten dabei die Investitionen. Sie sanken zum ersten Mal seit der Rezession 2001. Ursache hierfür ist das Ende des Immobilienbooms, seitdem gehen die Bauinvestitionen mit zweistelligen Raten zurück. Aber auch die Ausrüstungsinvestitionen sind im vierten Quartal mit einer annualisierten Vorquartalsrate von gut 2% gesunken. Dagegen expandierten die Exporte wieder deutlich rascher. Der Konsum wurde unverändert kräftig ausgeweitet. Bisher machten sich, entgegen den Befürchtungen, keine negativen Vermögenseffekte bemerkbar, da steigende Aktienkurse die Verluste am Immobilienmarkt kompensierten. Zudem profitierte der Konsum von der weiterhin zunehmenden Beschäftigung.

---

**Bautätigkeit  
in den USA sinkt  
deutlich**

---

Negative Folgen des Endes des Baubooms lassen sich bisher nur partiell feststellen, auch wenn die Banken zunehmend Kreditausfälle registrieren. Gegen eine deutlichere Abschwächung der gesamtwirtschaftlichen Produktion spricht, dass der Rückgang der Investitionen bisher nicht mit einem Anstieg der Arbeitslosigkeit einherging. Die Arbeitslosenquote ist mit 4,6% nach wie vor niedrig. Allerdings ist zu erwarten, dass sich der Rückgang der Bauaktivitäten erst mit einer Verzögerung auf den Arbeitsmarkt auswirkt. Solange die Konsolidierung des Wohnungsbaus nicht auf andere Sektoren ausstrahlt, dürften in der Bauwirtschaft entlassene Arbeitskräfte schnell wieder eine Beschäftigung finden.

Die Inflationsrate ist in den vergangenen Monaten – nicht zuletzt wegen der gesunkenen Ölpreise – auf 2,1% im Januar zurückgegangen. Die Kernrate, die stärker als die Verbraucherpreise die Konjunktur widerspiegelt, schwankt um 2,7% nachdem sie zuvor über einen längeren Zeitraum angestiegen war. Bei einer erneuten Verstärkung der Konjunktur ist daher zu erwarten, dass auch die Kerninflation wieder ansteigt.

Angesichts dessen wird die *Fed* nach unserer Einschätzung ihren Leitzins vorerst nicht senken, was im Herbst vielfach erwartet worden war. Sie dürfte ihn vielmehr vorerst auf dem aktuellen Niveau belassen und nur dann reduzieren, wenn sich der Einbruch am Immobilienmarkt oder seine Folgen für den Fi-

Tabelle 3

| <b>Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Industrieländern</b> |  |                   |                   |                                |                   |                   |                                |                   |                   |
|---|--|-------------------|-------------------|--------------------------------|-------------------|-------------------|--------------------------------|-------------------|-------------------|
| 2006 bis 2008   |  |                   |                   |                                |                   |                   |                                |                   |                   |
|   | Bruttoinlandsprodukt                   |                   |                   | Verbraucherpreise <sup>1</sup> |                   |                   | Arbeitslosenquote <sup>2</sup> |                   |                   |
|   | 2006 <sup>s</sup>                      | 2007 <sup>P</sup> | 2008 <sup>P</sup> | 2006 <sup>s</sup>              | 2007 <sup>P</sup> | 2008 <sup>P</sup> | 2006 <sup>s</sup>              | 2007 <sup>P</sup> | 2008 <sup>P</sup> |
|   | Veränderung gegenüber dem Vorjahr in % |                   |                   |                                |                   |                   | in %                           |                   |                   |
| Deutschland   | 2,7                                    | 2,3               | 2,6               | 1,8                            | 2,2               | 2,3               | 8,4                            | 7,0               | 6,3               |
| Frankreich  | 2,0                                    | 1,9               | 2,1               | 1,9                            | 1,4               | 1,7               | 9,0                            | 8,4               | 8,2               |
| Italien   | 2,0                                    | 1,7               | 1,9               | 2,2                            | 2,0               | 2,1               | 6,8                            | 6,5               | 6,3               |
| Spanien   | 3,9                                    | 3,5               | 3,3               | 3,6                            | 2,8               | 3,3               | 8,6                            | 7,9               | 7,6               |
| Niederlande   | 2,9                                    | 2,6               | 2,6               | 1,7                            | 1,2               | 1,7               | 3,9                            | 3,6               | 3,3               |
| Belgien   | 3,1                                    | 2,6               | 2,4               | 2,3                            | 1,7               | 1,8               | 8,3                            | 8,0               | 7,8               |
| Österreich  | 3,3                                    | 2,6               | 2,4               | 1,7                            | 1,8               | 1,9               | 4,8                            | 4,7               | 4,7               |
| Finnland  | 5,5                                    | 4,0               | 3,5               | 1,3                            | 1,5               | 1,6               | 7,7                            | 7,5               | 7,4               |
| Griechenland  | 4,2                                    | 4,0               | 3,9               | 3,3                            | 3,0               | 2,9               | 9,1                            | 8,7               | 8,4               |
| Portugal  | 1,1                                    | 1,3               | 1,5               | 3,0                            | 2,1               | 1,9               | 7,4                            | 7,3               | 7,0               |
| Irland  | 6,0                                    | 5,4               | 5,0               | 2,7                            | 2,6               | 2,4               | 4,4                            | 4,3               | 4,3               |
| Luxemburg   | 5,9                                    | 5,0               | 4,6               | 3,0                            | 2,0               | 2,2               | 4,8                            | 4,9               | 5,0               |
| Slowenien   | 5,2                                    | 4,8               | 4,5               | 2,5                            | 2,2               | 2,0               | 6,1                            | 5,9               | 5,9               |
| Euro-Raum <sup>3</sup>  | 2,6                                    | 2,4               | 2,5               | 2,2                            | 2,0               | 2,2               | 7,8                            | 7,1               | 6,8               |
| Großbritannien  | 2,7                                    | 2,4               | 2,6               | 2,3                            | 2,0               | 2,0               | 5,3                            | 5,2               | 5,0               |
| Schweden  | 4,4                                    | 3,7               | 3,0               | 1,5                            | 2,1               | 2,3               | 7,1                            | 6,9               | 6,2               |
| Dänemark  | 3,2                                    | 2,6               | 2,0               | 1,9                            | 2,2               | 2,5               | 3,8                            | 3,3               | 3,2               |
| EU-15   | 2,7                                    | 2,5               | 2,5               | 2,2                            | 2,0               | 2,2               | 7,3                            | 6,7               | 6,4               |
| Neue EU-Länder <sup>4</sup>   | 6,0                                    | 5,4               | 4,8               | 2,9                            | 3,9               | 3,5               | 11,5                           | 10,5              | 9,9               |
| EU  | 2,9                                    | 2,6               | 2,6               | 2,2                            | 2,1               | 2,2               | 7,9                            | 7,2               | 6,9               |
| Schweiz   | 2,7                                    | 2,2               | 1,9               | 1,1                            | 1,0               | 1,2               | 4,0                            | 3,7               | 3,4               |
| Norwegen  | 2,9                                    | 3,1               | 2,8               | 2,5                            | 2,1               | 2,5               | 3,5                            | 3,2               | 3,3               |
| Westeuropa <sup>3</sup>   | 2,7                                    | 2,5               | 2,5               | 2,2                            | 2,0               | 2,1               | 7,2                            | 6,6               | 6,3               |
| USA   | 3,3                                    | 2,6               | 3,2               | 3,2                            | 2,2               | 2,9               | 4,6                            | 4,8               | 4,6               |
| Japan   | 2,2                                    | 2,0               | 1,7               | 0,3                            | 0,8               | 1,1               | 4,1                            | 3,8               | 3,9               |
| Kanada  | 2,7                                    | 2,6               | 3,0               | 2,2                            | 1,7               | 2,1               | 6,3                            | 6,4               | 6,3               |
| Insgesamt <sup>3</sup>  | 2,9                                    | 2,5               | 2,7               | 2,3                            | 1,9               | 2,3               | 5,8                            | 5,6               | 5,4               |

Eigene Berechnungen nach Angaben von Eurostat und nationalen Quellen. – <sup>1</sup>Westeuropäische Länder (außer Schweiz): Harmonisierte Verbraucherpreisindizes. – <sup>2</sup>Standardisiert. – <sup>3</sup>Gewogener Durchschnitt der aufgeführten Länder. – <sup>4</sup>Zu den Ländern vgl. Tabelle 7. – <sup>P</sup>Eigene Prognose. – <sup>s</sup>Zum Teil eigene Schätzungen.

nanzsektor verstärken. Sollte die Kerninflation in den kommenden Monaten unerwartet stark steigen, ist es sogar wahrscheinlich, dass die Notenbank die Leitzinsen noch weiter anheben wird.

Die öffentlichen Haushalte profitieren weiterhin von der guten Konjunktur. So sank das Defizit des Bundeshaushalts im Fiskaljahr 2006, das im September endete, in Relation zum BIP auf 1,9%. Während die Einnahmen mit 12% erneut kräftig zulegen, wurden die Ausgaben nur um 2,4% ausgeweitet. Dabei

wurde im Wesentlichen der Verteidigungshaushalt aufgestockt. In allen übrigen Bereichen gingen die Ausgaben zusammengenommen sogar zurück.

Gegenwärtig spricht vieles dafür, dass der Aufschwung in den USA nach wie vor intakt ist. Da die Kapazitätsauslastung relativ hoch ist, dürften die Unternehmensinvestitionen im Verlauf des Jahres wieder ausgeweitet werden. Im Wohnungsbau hingegen wird die Konsolidierung wahrscheinlich anhalten und die gesamtwirtschaftliche Expansion dämpfen. Gravierende Effekte auf die Beschäftigung und den privaten Konsum erwarten wir aber nicht. Unter diesen Voraussetzungen prognostizieren wir für dieses Jahr ein BIP-Wachstum von 2,6%. Darauf deuten auch die jüngsten Berechnungen des Kurzfristmodells der *University of Pennsylvania* hin, das für das erste und zweite Quartal 2007 annualisierte BIP-Raten von 2,7 bzw. 2,9% schätzt (Klein et al. 2007). Die Ausweitung des BIP dürfte sich im kommenden Jahr auf 3,2% beschleunigen, da zu erwarten ist, dass sich dann der Rückgang am Immobilienmarkt abschwächt.

## 2.2 Aufschwung in Japan geht weiter

In Japan wurde die Produktion zum Ende des Jahres 2006 mit einer annualisierten Rate von 4,8% deutlich stärker ausgeweitet als im übrigen Jahr. Dabei stieg der private Konsum außergewöhnlich kräftig, nachdem er im Vorquartal deutlich gesunken war. Auch die Exporte erhöhten sich nochmals kräftig, nicht zuletzt begünstigt durch die spürbare Abwertung des Yen. Der Zuwachs bei den Investitionen hat sich hingegen nur wenig erhöht. Es spricht allerdings einiges dafür, dass die BIP-Rate im vierten Quartal die konjunkturelle Grundtendenz überzeichnet, wobei der Aufschwung aber nach wie vor trägt. Die Beschäftigung wurde weiterhin um etwa 1% ausgeweitet. Die Arbeitslosenquote blieb jedoch stabil bei 4,1%. Die zunehmende Beschäftigung führte zu einem moderaten Anstieg der Einkommen.

Angesichts der guten Konjunktur und des moderaten Einkommenswachstums blieb die Inflation mit 0,1% überraschend niedrig. Allerdings nimmt die Arbeitsproduktivität seit Mitte vergangenen Jahres kräftig zu, im Durchschnitt um 3,5%, so dass die derzeit zu beobachtenden Lohnsteigerungen wohl nicht auf die Preise durchschlagen. Zudem dürfte sich der Rückgang der Ölpreise noch einige Zeit dämpfend auf die Teuerung auswirken.

Die Bank von Japan hat damit begonnen, ihren Leitzins anzuheben. Im Februar 2007 setzte sie ihn auf 0,5% fest, der zweite Zinsschritt seit Juni 2006. Damit deutet sie ungeachtet der immer noch geringen Inflation an, dass sie möglichst bald zu einem „normalen“ Niveau zurückkehren möchte. Dass sie allerdings noch keinen weiteren Zinsschritt in Aussicht gestellt hat, spricht dafür, dass sie

---

**Inflation  
in Japan  
bleibt niedrig**

---

vorerst behutsam vorgehen und das Tempo bei den Zinsanhebungen erst dann erhöhen wird, wenn die Inflationsrate deutlich über Null steigt.

Bei der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte sind trotz des hohen und weiter steigenden Schuldenstands wohl keine großen Fortschritte zu erwarten. Die Regierung hat das Motto ausgegeben „keine Konsolidierung ohne Wachstum“. Nach diesem Prinzip ist für das Fiskaljahr 2007 ein erster Schritt hin zu einer Unternehmensteuerreform vorgesehen, die zu einer leichten Entlastung der Unternehmen führen soll. Es bleibt allerdings fraglich, ob die Haushaltsprobleme ohne die derzeit diskutierte, von der Regierung aber bislang abgelehnte Erhöhung der Mehrwertsteuer in den Griff zu bekommen sind, wenn die Regierung ihr Ziel eines Überschusses im Primärsaldo bis 2011 erreichen will.

Die japanische Wirtschaft dürfte im Prognosezeitraum moderat expandieren. Dabei wird der private Konsum weiterhin nur leicht zunehmen. Die Wirtschaftspolitik dürfte nach wie vor anregend auf die Investitionen wirken, selbst wenn die Geldpolitik die Zinsen weiter allmählich anhebt. Ob die Exporte ähnlich zunehmen wie bisher, hängt entscheidend von den Wechselkursen ab. Die jüngste Aufwertung des Yen hat aber zu beträchtlicher Unsicherheit über die weitere Exportentwicklung geführt. Unter der Annahme eines mehr oder weniger stabilen Wechselkurses ist zu erwarten, dass das BIP in diesem Jahr um 2,0% und im kommenden Jahr um 1,7% ausgeweitet wird. Der Preisauftrieb dürfte sich von sehr niedrigem Niveau ausgehend weiter leicht verstärken.

### 2.3 Etwas geringere Expansion in den Schwellenländern

In *China* wuchs das BIP im abgelaufenen Jahr um 10,7%; das ist die stärkste Steigerung seit elf Jahren. Im Jahresverlauf verringerte sich die Dynamik etwas, was von offizieller Seite den staatlich verordneten Dämpfungsmaßnahmen zugeschrieben wird (NBS 2007). Der Zuwachs ist jedoch immer noch wesentlich von den Exporten getrieben, wodurch sich der Überschuss in der Leistungsbilanz von rund 100 auf 175 Mrd. \$ vergrößerte. Auch war die Inlandsnachfrage unverändert stark von den Investitionen geprägt, die um 24% gesteigert wurden und damit nur wenig schwächer als 2005. Die Konsumausgaben wachsen hingegen weiterhin unterdurchschnittlich. Daher bleibt das Risiko, dass Überkapazitäten aufgebaut werden. Das *University of Pennsylvania Current Quarter Model*, das in den vergangenen Quartalen recht zuverlässige Kurzfristprognosen lieferte, sieht für das erste Halbjahr 2007 eine leichte Verlangsamung der Expansion voraus (Klein, Mak 2007). Da die Politik weiterhin bestrebt sein dürfte, die Investitionen zu zügeln und

---

**Wirtschaftspolitik  
dämpft Expansion  
in China nur wenig**

---

Tabelle 4

| <b>Reales BIP in ausgewählten Schwellen- und Transformationsländern</b> |      |      |      |                   |                   |                   |
|---|------|------|------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 2003 bis 2008; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %                   |      |      |      |                   |                   |                   |
|   | 2003 | 2004 | 2005 | 2006 <sup>s</sup> | 2007 <sup>p</sup> | 2008 <sup>p</sup> |
| Südost-Asien <sup>1</sup>   | 4,0  | 5,9  | 4,8  | 5,4               | 4,4               | 4,3               |
| Hongkong  | 3,2  | 8,6  | 7,5  | 6,8               | 5,7               | 5,0               |
| Indonesien  | 5,0  | 4,9  | 5,6  | 5,4               | 4,0               | 3,5               |
| Korea   | 3,1  | 4,7  | 4,0  | 5,0               | 4,4               | 4,5               |
| Malaysia  | 5,7  | 7,2  | 5,2  | 5,9               | 5,2               | 5,0               |
| Philippinen   | 4,9  | 6,2  | 5,0  | 5,4               | 4,4               | 4,0               |
| Singapur  | 3,1  | 8,8  | 6,6  | 7,9               | 5,5               | 4,5               |
| Taiwan  | 3,4  | 6,1  | 4,0  | 4,6               | 4,0               | 4,0               |
| Thailand  | 7,1  | 6,3  | 4,5  | 4,9               | 3,4               | 3,9               |
| China   | 10,0 | 10,1 | 10,4 | 10,7              | 9,9               | 9,2               |
| Lateinamerika <sup>1</sup>  | 1,9  | 5,1  | 3,4  | 4,3               | 3,4               | 3,5               |
| Argentinien   | 8,8  | 9,0  | 9,2  | 8,4               | 4,7               | 4,0               |
| Brasilien   | 0,6  | 4,9  | 2,3  | 2,9               | 3,5               | 3,8               |
| Chile   | 3,9  | 6,2  | 6,3  | 4,3               | 4,9               | 4,5               |
| Mexiko  | 1,4  | 4,2  | 2,8  | 4,8               | 2,7               | 3,0               |
| Russland  | 7,4  | 7,2  | 6,4  | 6,5               | 6,3               | 6,0               |
| Aufgeführte Länder, exportgewichtet <sup>2</sup>                        | 6,0  | 7,4  | 6,5  | 7,0               | 6,2               | 5,9               |

Eigene Berechnungen nach nationalen Angaben und Schätzungen von *Project LINK*. – <sup>1</sup>Summe der aufgeführten Länder, gewichtet mit dem BIP von 2005 in Dollar. – <sup>2</sup>Mit den Anteilen am deutschen Export 2005. – <sup>p</sup>Eigene Prognose. – <sup>s</sup>Zum Teil eigene Schätzungen.

die starke Abhängigkeit vom Export, der inzwischen etwa 40% in Relation zum BIP ausmacht, zu verringern, gehen wir davon aus, dass sich der leichte Rückgang der Zuwachsraten fortsetzt. Wir prognostizieren für 2007 ein Wirtschaftswachstum von etwa 10% und für 2008 von rund 9% (Tabelle 4).

In den Ländern *Südostasiens* hielt die kräftige Expansion bis zum Ende des vergangenen Jahres an, in einigen Staaten verstärkte sich der Zuwachs. Neben weiterhin deutlich zunehmenden Exporten, insbesondere nach China, wurde dies zunehmend von der Inlandsnachfrage getragen, so dass das Wachstum deutlich robuster gegen Störungen von außen geworden ist (UN 2007: 111). Wir erwarten, dass sich die Expansion in der Region leicht abgeschwächt fortsetzen wird. Eine Ausnahme dürfte lediglich Thailand darstellen, wo die Investoren durch den Militärputsch offenbar deutlich verunsichert wurden. Alles in allem prognostizieren wir für die Region ein Wachstum von 4,4% in diesem und 4,3% im kommenden Jahr.

**Konjunktur in  
Südostasien ist  
robuster geworden**

Die Länder *Lateinamerikas* profitierten erneut von hohen Exporterlösen aus dem Handel mit Rohstoffen, so dass die Wirtschaft auch 2006 spürbar wuchs. In Brasilien beschleunigte sich die Expansion in der zweiten Jahreshälfte, wo-

bei es gleichzeitig gelang, die Inflation niedrig zu halten und die Kreditaufnahme des Staates zu verringern. Allerdings ist die BIP-Rate gemessen am Einkommensrückstand des Landes und an den Schwellenländern Asiens immer noch gering. Für den Zeitraum 2007 bis 2010 hat daher die Regierung ein Konjunkturprogramm angekündigt, mit dem sie insbesondere die öffentlichen Investitionen forcieren will, allerdings ohne dafür die staatliche Kreditaufnahme zu erhöhen. In anderen Ländern des Subkontinents, z.B. in Argentinien, steht die Expansion auf weniger soliden Füßen. Hier werden die Zuwachsraten wesentlich durch staatliche Interventionen nach oben getrieben. Mexiko, dessen Wirtschaft 2006 recht kräftig wuchs, kann sich im Prognosezeitraum wohl der schwächeren Konjunktur in den USA nicht entziehen. Alles in allem erwarten wir, dass die Wirtschaft des Subkontinents in diesem und im kommenden Jahr um 3,5% wächst.

---

**Russlands  
Wirtschaft weiter  
von Rohstoffhausa  
getragen**

---

Die Wirtschaft *Russlands* ist 2006 mit gut 6,5% ähnlich kräftig gewachsen wie im Vorjahr. Die Expansion war von der Binnennachfrage getragen. Der private Konsum wurde aufgrund hoher Einkommenszuwächse um gut 10% ausgeweitet. Aber auch die Investitionsnachfrage expandierte lebhaft. Nicht zuletzt deshalb stieg die Importnachfrage besonders stark. Da gleichzeitig die Exporte deutlich langsamer ausgeweitet wurden, verringerte sich der Außenbeitrag. Angesichts des hohen Wachstums wurde die Beschäftigung rasch ausgeweitet. Die registrierte Arbeitslosigkeit ging im Verlauf des Jahres aber nur wenig zurück.

Die Geldpolitik erzielte bei der Verringerung der Inflation Fortschritte. Die Preissteigerung lag im Jahresdurchschnitt erstmals unter 10%. Das zweite Ziel der Notenbank, die reale Aufwertung des Rubels zu begrenzen, ist schwieriger zu erreichen. Die Ölpreishausa führte auch im abgelaufenen Jahr zu hohen Exporterlösen. Dadurch stieg der Leistungsbilanzüberschuss in den ersten drei Quartalen des vergangenen Jahres auf 11% des BIP (Bank of Finland 2007a). Daher steht der Rubel unter Aufwertungsdruck.

Die Finanzpolitik ist derzeit nur moderat expansiv ausgerichtet, obwohl die Staatseinnahmen dank der hohen Rohstoffpreise kräftig sprudeln. Der öffentliche Haushalt wies einen Überschuss von 7% des BIP aus. Zudem hat der Stabilisierungsfonds, in dem ein Teil der Öleinnahmen stillgelegt wird, inzwischen einen Bestand von etwa 10% des BIP erreicht. Für das kommende Jahr ist eine Reduzierung des Budgetüberschusses auf 5% des BIP geplant, und auch für 2008 ist angesichts der anstehenden Wahlen mit einer weiteren Lockerung der Fiskalpolitik zu rechnen (Bank of Finland 2007b).

Der Konsum und die Investitionen dürften weiterhin kräftig ausgeweitet werden. Dämpfende Effekte gehen nach wie vor vom Außenhandel aus. Insgesamt



samt gesehen wird sich aber die gesamtwirtschaftliche Expansion voraussichtlich etwas verlangsamen. Vor allem weil die stimulierenden Einflüsse wachsender Erlöse aus dem Öl- und Gasgeschäft wohl nachlassen. Insgesamt wird das BIP 2007 um 6,5% und 2008 um 6,0% ausgeweitet werden.

#### 2.4 Weiterhin gute Konjunktur im Euro-Raum

Die Konjunktur im Euro-Raum hat zum Jahresende 2006 wieder an Fahrt gewonnen. Mit einer Jahresrate von 3,6% lag der Anstieg des realen BIP im vierten Quartal deutlich über dem Trend. Getragen wurde die Expansion zunehmend von der Binnennachfrage. Gestützt von der zunehmenden Beschäftigung legte der private Konsum spürbar zu. Zugleich weiteten die Unternehmen, wohl auch aufgrund der überaus günstigen Gewinnsituation – der Anteil der Gewinne am BIP hat im vergangenen Jahr den höchsten Stand seit 35 Jahren erreicht (OECD 2007: 21) – ihre Investitionen deutlich aus. Die Wohnungsbauinvestitionen nahmen dabei verstärkt zu; sie waren geprägt von dem Anstieg in Deutschland. Auch der Außenhandel leistete einen positiven Wachstumsbeitrag. Zwar wertete der Euro im zweiten Halbjahr real effektiv um 2% auf, dank der starken Ausweitung des Welthandels konnten die Exporte dennoch spürbar gesteigert werden (Tabelle 5).

Deutlich  
verbesserte  
Unternehmens-  
gewinne im  
Euro-Raum

Der kräftige Aufschwung im Euro-Raum hat die Arbeitslosigkeit deutlich zurückgehen lassen. In den vergangenen 12 Monaten sank die Quote um rund 1%-Punkt auf nunmehr (Januar) 7,4% der Erwerbstätigen. Das ist der niedrigste Stand seit Erhebung der harmonisierten Quote. Damit dürfte sie bereits unterhalb jener Arbeitslosenquote liegen, bei der vom Arbeitsmarkt keine In-

Tabelle 5

#### Eckwerte der Konjunktur im Euro-Raum

2004 bis 2008; real; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %

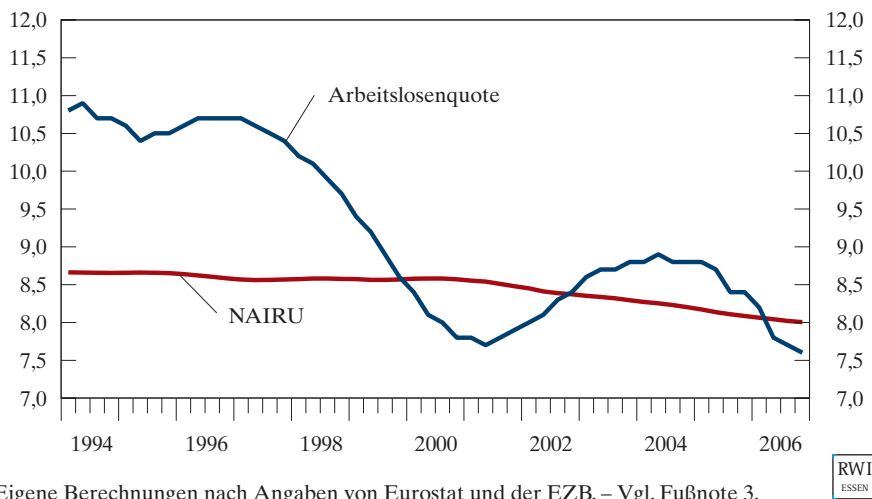
|                           | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 <sup>P</sup> | 2008 <sup>P</sup> |
|---------------------------|------|------|------|-------------------|-------------------|
| Privater Verbrauch        | 1,5  | 1,4  | 1,8  | 1,4               | 2,0               |
| Öffentlicher Verbrauch    | 1,1  | 1,8  | 2,3  | 1,7               | 2,3               |
| Bruttoanlageinvestitionen | 2,2  | 2,5  | 4,5  | 3,6               | 3,5               |
| Inlandsnachfrage          | 1,8  | 1,6  | 2,3  | 2,0               | 2,3               |
| Export                    | 6,9  | 4,2  | 8,4  | 5,8               | 5,1               |
| Import                    | 6,7  | 5,2  | 7,8  | 5,3               | 4,8               |
| Bruttoinlandsprodukt      | 2,0  | 1,4  | 2,6  | 2,4               | 2,5               |

Eigene Berechnungen nach Angaben von Eurostat. – <sup>P</sup>Eigene Prognose.

Schaubild 6

**NAIRU im Euro-Raum**

1994 bis 2006; in % der Erwerbstätigen



Eigene Berechnungen nach Angaben von Eurostat und der EZB. – Vgl. Fußnote 3.



flationswirkungen ausgehen (NAIRU; Schaubild 6)<sup>3</sup>. Allerdings verbergen sich dahinter recht unterschiedliche Entwicklungen in den einzelnen Mitgliedsländern. So ist die Arbeitslosigkeit in den kleinen Mitgliedstaaten sehr viel schneller gesunken als in den großen.

Die Geldpolitik hat auf die zunehmenden Inflationsrisiken reagiert und den Hauptrefinanzierungssatz auf 3,75% angehoben. Damit dürfte sich der Zins dem als neutral anzusehenden Niveau annähern. Angesichts der robusten Konjunktur und des zunehmenden Inflationsdrucks von Seiten der Löhne ist mit einem weiteren Zinsschritt im Sommer 2007 zu rechnen. Ob danach weitere Schritte folgen, hängt vor allem von den Lohnbeschlüssen im Euro-Raum ab. Sollten diese deutlich höher ausfallen als in den vergangenen Jahren, wird

<sup>3</sup> Eine Schätzung der NAIRU mit der Kalman-Filter-Technik brachte folgendes Ergebnis:

$$\pi_t - \pi_{t-1} = -2,321 \frac{U_t - U_t^*}{U_t} - 0,647(wk_t - wk_{t-1}) + 0,784(P_t^0 - P_{t-1}^0) + \varepsilon_t$$

(5,2)                      (0,6)                      (12,4)

mit:

$\pi$  : Inflationserwartungen (approximiert durch die Inflationsrate der Vorperiode)

$wk$ : effektivem Wechselkurs

$P^0$  : Ölpreis

$U$  : Arbeitslosenquote

$U^*$ : NAIRU.

Die Varianz der Schätzung beträgt 2,376 (12,4). In Klammern steht die z-Statistik. Mit aktuell 8,0% der Erwerbstätigen stimmt unsere Schätzung der NAIRU mit der der Europäischen Kommission überein (EC 2006a: 26).

---

**Starker  
Rückgang der  
Arbeitslosigkeit  
im Euro-Raum**

---

die EZB die Zinsen wohl auch in der zweiten Jahreshälfte weiter anheben. Die monetäre Säule deutet ohnehin auf Inflationsrisiken in der mittleren und langen Frist hin.

Das Haushaltsdefizit im Euro-Raum ist vor allem aufgrund unerwartet stark gestiegener Einnahmen um 0,4%-Punkte auf 2,0% zurückgegangen. Gemessen am „strukturellen“ Defizit war die Finanzpolitik nach Berechnungen der Europäischen Kommission (EC 2006b) leicht restriktiv. Allerdings verstießen mit Italien und Portugal immer noch zwei Länder, und dies wiederholt, gegen den Vertrag von Maastricht. Im laufenden Jahr dürfte der Fehlbetrag weiter zurückgehen. Einerseits wird die immer noch recht kräftige Konjunktur die Einnahmen voraussichtlich nochmals deutlich zunehmen lassen. Andererseits ist in einigen Mitgliedsländern, wie Italien und Deutschland, die Finanzpolitik deutlich restriktiver ausgerichtet. Im Herbst 2006 hatte die Europäische Kommission (EC 2006c: 41) für 2007 einen Rückgang des Defizits um rund 0,5%-Punkte auf etwa 1,5% prognostiziert. Inzwischen stellt sich die Situation wohl sogar etwas günstiger dar. Für das kommende Jahr sind nach den vorliegenden Finanzplänen allerdings keine größeren Konsolidierungsmaßnahmen angekündigt, so dass das Defizit nur noch konjunkturbedingt sinken dürfte. Dann können einige Länder voraussichtlich keinen annähernd ausgeglichenen Haushalt vorlegen, wie dies der Stabilitäts- und Wachstumspakt für Phasen guter Konjunktur vorschreibt. Es ist daher zu befürchten, dass sie im nächsten Abschwung erneut gegen den Stabilitätspakt verstoßen.

---

**Haushaltsdefizite  
sinken 2008  
vor allem  
konjunkturbedingt**

---

Der Aufschwung im Euro-Raum dürfte sich in diesem Jahr fortsetzen. Dies deuten jedenfalls die immer noch günstigen Stimmungsindikatoren an, selbst wenn sie jüngst etwas nachgegeben haben.<sup>4</sup> Allerdings dürfte die Expansion etwas an Tempo verlieren. Der private Konsum wird voraussichtlich vor allem in der ersten Jahreshälfte nur verhalten zulegen. Zwar profitiert er von der Beschäftigungszunahme, allerdings dürften finanzpolitische Maßnahmen wie die Mehrwertsteuererhöhung in Deutschland dämpfend wirken. Indes erwarten wir, dass die Investitionsnachfrage lebhaft bleiben wird. So ist die Kapazitätsauslastung zuletzt weiter gestiegen und liegt mittlerweile auf dem höchsten Niveau seit 1990 (EC 2007: 2). Vom Außenhandel dürften aufgrund der bisherigen Aufwertung des Euro, die sich erst mit Verzögerung auswirkt, vorerst nur geringe Impulse ausgehen.

---

<sup>4</sup> Nach dem *COE-Rexcode Leading Indicator* hat die Wahrscheinlichkeit eines Abschwungs im Euro-Raum noch in diesem Jahr abgenommen (EUREN 2007: 8).

Im kommenden Jahr wird der private Konsum vermutlich etwas stärker zulegen, da er dann nicht mehr durch fiskalische Maßnahmen belastet wird. Die Investitionen dürften dagegen etwas schwächer steigen, da die Zinsanhebungen der EZB nach und nach ihre Wirkung entfalten. Zudem werden in Deutschland die Abschreibungsbedingungen verschlechtert. Der Außenhandel dürfte unter den Annahmen eines leichten Anziehens des Welthandels und eines konstanten Wechselkurses einen ähnlichen Wachstumsbeitrag leisten wie in diesem Jahr.

**Privater Konsum trägt mehr zum Wachstum bei**

Alles in allem dürfte das BIP im Euro-Raum 2007 um 2,4% und 2008 um 2,5% zunehmen. Die Arbeitslosenquote dürfte schon in diesem Jahr auf gut 7,0% sinken, zum Ende des Prognosezeitraums erwarten wir 6,7%. Die Inflationsrate dürfte in diesem Jahr aufgrund der gesunkenen Energiepreise auf 2,0% zurückgehen und im nächsten Jahr etwas höher, bei 2,2% liegen.

### 2.5 Verlangsamter Aufschwung in Großbritannien

Die britische Wirtschaft expandierte im vergangenen Jahr mit annähernd konstantem Tempo. Im Jahresdurchschnitt nahm das reale BIP um 2,7% zu. Die privaten Konsumausgaben stiegen bei sinkenden Energiekosten zum Jahresende beschleunigt. Zudem weiteten die Unternehmen ihre Investitionen verstärkt aus, nachdem diese im internationalen und im intertemporalen Vergleich seit mehreren Jahren nur verhalten zugenommen hatten. Damit scheint sich ein Investitionsstau aufzulösen, der angesichts der regen Binnennachfrage und der seit einiger Zeit außerordentlich günstigen Gewinne nach Einschätzung der *Bank of England* (2006: 442–446) überraschend war. Der Staatsverbrauch stieg nur mäßig, und das Außenhandelsdefizit hat sich im Jahresverlauf noch vergrößert. Letzteres war wohl maßgeblich durch die Aufwertung des Pfundes verursacht. Der effektive Wechselkurs befindet sich mittlerweile auf dem höchsten Niveau seit zehn Jahren.

**Verstärkter Anstieg der Investitionen in Großbritannien**

Die Inflation, gemessen am Konsumentenpreisindex, liegt mit 3,0% (Januar) im Moment deutlich über dem Inflationsziel der *Bank of England* von 2%. Zwar war dieser hohe Preisanstieg bereits von der Zentralbank erwartet worden und ist zum Teil durch Basiseffekte zu erklären. Jedoch gibt es Anzeichen, dass die Kapazitätsauslastung inzwischen so hoch ist, dass die Unternehmen den sich ihnen aufgrund der kräftigeren Nachfrage bietenden Preisüberwältigungsspielraum nutzen. Mit dieser Begründung hat die *Bank of England* im Januar den Leitzins um weitere 0,25%-Punkte angehoben. Weitere Zins-schritte hängen insbesondere davon ab, ob sich die zurzeit höhere Inflation in den Lohnabschlüssen niederschlagen wird.

Die Lage der öffentlichen Finanzen hat sich aufgrund der guten Konjunktur etwas verbessert. Im Fiskaljahr 2006/2007 (April bis März) dürfte die Defizitquote leicht auf 2,7% zurückgegangen sein. Nach Auffassung der Regierung endet zu diesem Zeitpunkt auch der seit 1997 laufende Konjunkturzyklus (HM Treasury 2006: 216). Damit wäre die *golden rule*, nach der über den Konjunkturzyklus gesehen nur Kredite aufgenommen werden dürfen, um Investitionen zu finanzieren, wohl knapp erfüllt. Auch die *sustainable investment rule*, die besagt, dass der Schuldenstand unter 40% des BIP liegen sollte, dürfte wohl eingehalten werden. Um bereits im übernächsten Fiskaljahr einen Haushaltsüberschuss zu erwirtschaften, sind Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen geplant. Damit dürfte die Fiskalpolitik im weiteren Prognosezeitraum restriktiv ausgerichtet sein.

Der Aufschwung in Großbritannien dürfte sich vorerst etwas langsamer fortsetzen. Zum einen ist das Verbrauchervertrauen in den vergangenen Monaten gesunken, und die Haushalte beabsichtigen, mehr zu sparen (GfK NOP 2007). Zum anderen deutet sich an, dass die Entwicklung am Immobilienmarkt sich wohl wieder beruhigt. So waren in den vergangenen Monaten bereits einige Male Preisrückgänge zu verzeichnen, und auch die Hypothekenzusagen sind zurückgegangen (Halifax 2007). Die Unternehmensinvestitionen dürften hingegen angesichts des offensichtlichen Nachholbedarfs weiter kräftig steigen. Der Außenhandel wird zunächst noch von der Aufwertung des Pfundes belastet und wohl erst im kommenden Jahr wieder einen positiven Wachstumsbeitrag leisten. Insgesamt prognostizieren wir ein BIP-Wachstum von 2,4% in diesem und 2,6% im nächsten Jahr.

---

**Aufschwung in  
Großbritannien  
verlangsamt  
sich etwas**

---

## 2.6 Kräftige Expansion, aber steigende Inflationsrisiken in den neuen EU-Ländern

Der kräftige Anstieg der Produktion in den neuen Mitgliedsländern der EU hat sich auch in der zweiten Jahreshälfte 2006 fortgesetzt. Die jahresdurchschnittliche Wachstumsrate beträgt 6,0%. Damit wurde unsere Prognose vom Herbst 2006 deutlich übertroffen. Kräftig ausgeweitet wurden insbesondere die Investitionen, während der private Konsum nur moderat zunahm. Eine Ausnahme von dem kräftigen Aufschwung bildet lediglich Ungarn. Dort verlangsamte sich die Expansion, nicht zuletzt weil die Investitionen zurückgingen, nachdem die Regierung tiefe Einschnitte zur Sanierung der Staatsfinanzen ankündigte.

Das hohe BIP-Wachstum wirkt sich spürbar auf die Beschäftigung aus. Bisher ist aber in keinem Land die Arbeitslosigkeit so niedrig, dass es zu Engpässen auf dem Arbeitsmarkt oder zu deutlichen Effekten auf die Preise gekommen ist, wobei sich die Lage in den einzelnen Ländern beträchtlich unterscheidet.

Tabelle 7

| <b>Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosigkeit in den neuen EU-Ländern<sup>1</sup></b> |  |                   |                   |                   |                   |                   |                                |                   |                   |
|--|--|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------------------------|-------------------|-------------------|
| 2006 bis 2008  |  |                   |                   |                   |                   |                   |                                |                   |                   |
|  | Bruttoinlandsprodukt                   |                   |                   | Verbraucherpreise |                   |                   | Arbeitslosenquote <sup>2</sup> |                   |                   |
|  | 2006 <sup>s</sup>                      | 2007 <sup>P</sup> | 2008 <sup>P</sup> | 2006 <sup>s</sup> | 2007 <sup>P</sup> | 2008 <sup>P</sup> | 2006 <sup>s</sup>              | 2007 <sup>P</sup> | 2008 <sup>P</sup> |
|  | Veränderung gegenüber dem Vorjahr in % |                   |                   |                   |                   |                   | in %                           |                   |                   |
| Polen  | 5,7                                    | 5,5               | 5,0               | 2,5               | 3,0               | 3,5               | 14,4                           | 13,0              | 12,0              |
| Tschechien   | 6,0                                    | 5,5               | 5,0               | 1,5               | 3,1               | 3,5               | 7,3                            | 6,9               | 6,8               |
| Ungarn   | 3,9                                    | 2,5               | 2,0               | 3,9               | 7,4               | 3,4               | 7,5                            | 8,0               | 8,2               |
| Slowakei   | 8,2                                    | 8,0               | 6,5               | 4,3               | 1,5               | 2,0               | 13,8                           | 12,3              | 11,5              |
| Estland  | 11,5                                   | 8,5               | 7,5               | 4,4               | 4,5               | 4,7               | 6,0                            | 5,1               | 5,1               |
| Lettland   | 11,0                                   | 9,0               | 8,0               | 6,7               | 5,8               | 5,4               | 7,1                            | 6,0               | 5,0               |
| Litauen  | 7,8                                    | 7,0               | 6,5               | 3,8               | 4,6               | 3,3               | 5,9                            | 5,2               | 5,2               |
| Insgesamt <sup>3</sup>   | 6,0                                    | 5,4               | 4,8               | 2,9               | 3,9               | 3,5               | 11,5                           | 10,5              | 9,9               |

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

Während die Arbeitslosenquote in Polen und der Slowakei mit etwa 14% immer noch hoch ist, liegt sie in den übrigen Ländern zwischen 6% und 7%. Die Inflation hat sich 2006 im Jahresdurchschnitt wenig verändert, ist aber in den meisten Ländern gegen Jahresende etwas angestiegen (Tabelle 7).

### Steigende Inflationsrisiken in den neuen EU-Ländern

Die Notenbanken haben ihre Leitzinsen bisher zumeist unverändert gelassen. Es ist aber wahrscheinlich, dass sie sie im Prognosezeitraum weiter anheben werden. Gestiegene Inflationserwartungen in einigen Ländern signalisieren Gefahren für die Preisniveaustabilität. Die Ungarische Nationalbank hat bereits im vergangenen Jahr die Zinsen nochmals leicht erhöht.

Den öffentlichen Haushalten kamen konjunkturbedingt steigende Steuereinnahmen zugute. Allerdings wurden diese nur in geringem Umfang genutzt, um die Haushaltsdefizite zurückzuführen. Vielmehr wurden beispielsweise in der Tschechischen Republik die Sozialausgaben erhöht. Auch im Prognosezeitraum dürfte in nur wenigen Ländern die Konsolidierung forciert werden. Die deutlichsten Schritte sind in Ungarn geplant, wo das Budgetdefizit im abgelaufenen Jahr auf über 10% in Relation zum BIP angestiegen war und die Regierung nun tiefe Einschnitte beschlossen hat (Worldbank 2007). So wurde die Mehrwertsteuer von 15% auf 20% angehoben.

Die neuen EU-Länder werden wohl auch im Prognosezeitraum mit Raten wachsen, die deutlich über denen der EU-15 liegen. In einigen Staaten, so in Tschechien, wird sogar eine Überhitzung der Konjunktur befürchtet. Um dies

zu verhindern, werden die Notenbanken wohl die Leitzinsen anheben. Nicht zuletzt deshalb, aber auch wegen der etwas schwächeren Weltkonjunktur dürfte sich das BIP-Wachstum auf 5,4% in diesem und 4,8% im kommenden Jahr ermäßigen.

## Literatur

- ABARE – Australian Bureau of Agricultural and Resource Economics (ed.) (2006), Energy – world prices ease after recent highs. *Australian Commodities* 13 (4).
- 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.) (2006), *Quarterly Bulletin* 2006 (4, Winter). London.
- Bank of Finland (ed.) (2007a), Research Newsletter 1/2007. Internet: [www.bof.fi/NR/rdonlyres/E4533B17-0983-4A6A-B0E5-A7A8F603C967/0/ttied107en.pdf](http://www.bof.fi/NR/rdonlyres/E4533B17-0983-4A6A-B0E5-A7A8F603C967/0/ttied107en.pdf), Download vom 28.2.2007.
- Bank of Finland (ed.) (2007b), BOFIT forecast for Russia 2007–2009. Forecast 1/07. Internet: [www.bof.fi/bofit\\_en/seuranta/ennuste/index.htm](http://www.bof.fi/bofit_en/seuranta/ennuste/index.htm), Download vom 28.2.2007.
- Bernanke, B. (2005), *The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit*. Internet: <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/default.htm>, Download vom 28.2.2007.
- CBO – Congressional Budget Office (ed.) (2007), *CBO's Current Budget Projections*. März 2007. Internet: [www.cbo.gov/budget/budproj.shtml](http://www.cbo.gov/budget/budproj.shtml), Download vom 8.3.2007.
- CEA – Council of Economic Advisors (ed.) (1997), *Economic Report for the President*. United States Government Printing Office, Washington, DC.
- Deutsche Bundesbank (Hrsg.) (2007), *Monatsberichte* 59 (2).
- Döhrn, R. et al. (2006), Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland: Nachlassende Expansion. *RWI : Konjunkturberichte* 57 (2).
- EC – European Commission (ed.) (2006a), *Quarterly Report on the Euro Area* 5 (4).
- EC – European Commission (ed.) (2006b), *Cyclical Adjustment of Budget Balances*. Internet: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/indicators/general\\_government\\_data/cyclical\\_adjustment\\_budget\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/indicators/general_government_data/cyclical_adjustment_budget_en.htm), Download vom 5.3.2007.
- EC – European Commission (ed.) (2006c), Economic Forecast Autumn 2006. *European Economy* 2006 (5).
- EC – European Commission (ed.) (2007), *Business and Consumer Survey Results January 2007*. Internet: [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/indicators/businessandconsumersurveys\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/indicators/businessandconsumersurveys_en.htm), Download vom 26.2.2007.
- EUREN – European Economic Network (ed.) (2007), COE-Rexecode Leading Indicator for the Euro Area. EUREN-News #1/2007. Internet: [www.rwi-essen.de/euren](http://www.rwi-essen.de/euren).
- GfK NOP (ed.) (2007), Cautious Consumers are looking for good Deals on major Purchases and to increase Savings. Press Release 31st January 2007. London.
- Halifax (ed.) (2007), Halifax House Price Index. Press Release 8th February 2007. Halifax.

- HM Treasury (ed.) (2006), *Pre-Budget Report 2006*. London.
- Hördahl, P. und C. Upper (2006), Überblick: Die Märkte rechnen mit einer sanften Abschwächung. In BIZ (Hrsg.), *Quartalsbericht Dezember 2006*. Basel, 7–10.
- IEA – International Energy Agency (ed.) (2007), *Oil Market Report*. Paris.
- Klein, L.R. and W. Mak (2007), *Current Quarter Model of the Chinese Economy* – Forecast summary. University of Pennsylvania, Philadelphia. Internet: [www.chass.utoronto.ca/link/chinacqm/chinacqm020907.pdf](http://www.chass.utoronto.ca/link/chinacqm/chinacqm020907.pdf), Download vom 5.3.2007.
- Klein, L.R., V. Eskin and W. Mak. (2007), *Current Quarter Model of the United States Economy* – Forecast summary. University of Pennsylvania, Philadelphia. Internet: [www.chass.utoronto.ca/link/usqcm/usqcm022607.pdf](http://www.chass.utoronto.ca/link/usqcm/usqcm022607.pdf), Download vom 5.3.2007.
- Lee, J. and W.J. McKibbin (2006), Domestic Investment and External Imbalances in East Asia. Brookings Discussion Papers in International Economics 172. Brookings, Washington, DC.
- NBS – National Bureau of Statistics of China (ed.) (2007), *The National Economy Maintained a Steady and Fast Growth in 2006*. Internet: [www.stats.gov.cn/english/newsandcomingevents/t20070125\\_402382300.htm](http://www.stats.gov.cn/english/newsandcomingevents/t20070125_402382300.htm), Download vom 21.2.2007.
- OECD (ed.) (2006), *Economic Outlook* 80. Paris.
- OECD (ed.) (2007), *Economic Surveys: Euro Area*. Paris.
- O.V. (2007), Gefahren der globalen Geldschwemme. *Neue Züricher Zeitung* 2007 (34 vom 10./11.2.2007).
- UN – United Nations (ed.) (2007), *World Economic Situation and Prospects*. New York.
- World Bank (ed.) (2007), *EU8+2 Regular Economic Report*, January 2007. Washington, DC.