

Döhrn, Roland; Middendorf, Torge; Schmidt, Torsten

Article

Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland: Zwischen Rezessionsängsten und Inflationsgefahren

RWI Konjunkturberichte

Provided in Cooperation with:

RWI – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung, Essen

Suggested Citation: Döhrn, Roland; Middendorf, Torge; Schmidt, Torsten (2008) : Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland: Zwischen Rezessionsängsten und Inflationsgefahren, RWI Konjunkturberichte, ISSN 1861-6305, Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung (RWI), Essen, Vol. 59, Iss. 1, pp. 3-29

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/61073>

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: Zwischen Rezessionsängsten und Inflationsgefahren¹

Kurzfassung

Die internationale Konjunktur hat sich um die Jahreswende 2007/08 abgekühlt, insbesondere in den USA, wo das BIP im vierten Quartal 2007 kaum noch zunahm. In den europäischen Ländern haben die Auftriebskräfte weniger stark nachgelassen. In Japan ist das BIP zum Jahresende recht kräftig gewachsen, vorlaufende Indikatoren zeigen jedoch auch hier eine Abkühlung an. Auf die Entwicklungs- und Schwellenländer hat das Nachlassen der Auftriebskräfte in den Industriestaaten bisher kaum durchgeschlagen. Die chinesische Wirtschaft wuchs gegen Ende 2007 erneut zweistellig. In anderen asiatischen Schwellenländern und in Lateinamerika blieb die Expansion ebenfalls recht kräftig.

In der ersten Jahreshälfte 2008 dürfte die Expansion in den Industrieländern schwach bleiben. Hierauf deuten Daten für die ersten Monate 2008 wie auch vorlaufende Indikatoren hin. Für die USA erwarten wir für dieses Jahr nach einem schwachen ersten und zweiten Quartal eine allmähliche Erholung. Zwar ist fraglich, ob eine flauere US-Konjunktur – wie manche Beobachter meinen – die wirtschaftliche Entwicklung in der übrigen Welt weniger belasten wird als früher. Allerdings dürfte die dortige Abschwächung nur mit zeitlicher Verzögerung und regional differenziert auf die übrigen Volkswirtschaften durchschlagen. Das Weltsozialprodukt wird preisbereinigt – gewichtet mit dem BIP in Dollar – in diesem Jahr um 2,5% und im kommenden Jahr um 2,9% zunehmen, nach 3,2% im Jahr 2007. Der Welthandel dürfte dann um 5,5 bzw. 7% wachsen (2007: 6%).

In konjunkturellen Wechsellagen ist die Prognoseunsicherheit erfahrungsgemäß besonders groß. Es ist keineswegs als gesichert anzusehen, dass die Weltwirtschaft tatsächlich resistenter gegenüber einer Konjunkturschwäche in den USA geworden ist. Dies gilt umso mehr, als die Finanzmarkturbulenzen weltweit Spuren hinterlassen, die Risikoaufschläge überall steigen und die Banken in vielen Ländern restriktiver bei der Kreditvergabe geworden sind.

¹ Abgeschlossen am 17. März 2008. Kritische Anmerkungen zu früheren Fassungen gaben Wim Kösters, Andreas Oberheitmann, Joachim Schmidt und Tobias Zimmermann. Für technische Unterstützung bedanken wir uns bei Reinhold Heinlein, Anette Hermanowski, Waltraud Lutze, Thomas Michael, Chanika Remest und Daniela Schwindt.

Tabelle 1

Eckwerte zur internationalen Konjunktur			
2007 bis 2009; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %			
	2007	2008 ^P	2009 ^P
Bruttoinlandsprodukt, real			
Euro-Raum	2,6	1,8	2,0
Großbritannien	3,1	2,1	2,3
USA	2,2	1,7	2,5
Japan	2,1	1,6	2,3
Industrieländer insgesamt	2,4	1,8	2,2
Verbraucherpreise			
Euro-Raum	2,1	2,6	2,2
Großbritannien	2,3	2,5	2,2
USA	3,2	3,4	2,2
Japan	0,0	0,5	0,8
Industrieländer insgesamt	2,2	2,5	1,9
Welthandel ¹	6,0	5,5	7,0
Rohölpreis (Brent, \$/b) ²	72,7	95	95
Dollarkurs (\$/€) ²	1,37	1,50	1,50

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

1. Überblick

1.1 Gedämpfte Konjunkturaussichten bei anziehender Inflation

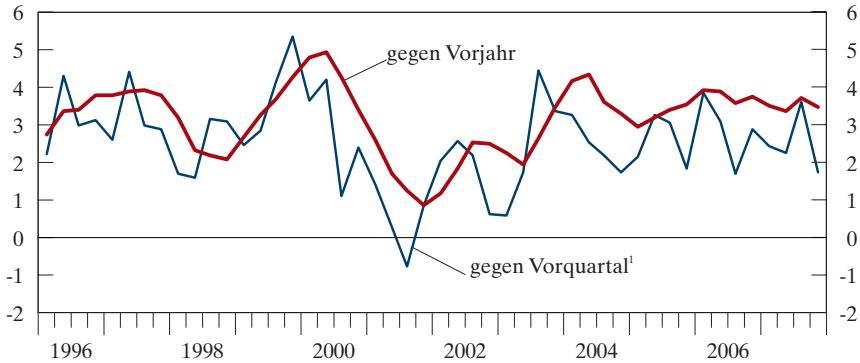
Die internationale Konjunktur hat sich um die Jahreswende 2007/08 abgekühlt. Deutlich schwächer wurde die Expansion vor allem in den USA, wo das BIP im Schlussquartal 2007 gegenüber dem Vorquartal kaum noch zunahm. Nahezu alle Indikatoren für die USA deuten darauf hin, dass sich das geringere Tempo in den ersten Monaten dieses Jahres fortsetzen dürfte. Bisher konzentrierte sich die Schwäche vor allem auf die Wohnungsbauinvestitionen, zuletzt ließ auch die Konsumneigung der privaten Haushalte in Folge der Hypothekenkrise nach. Damit ist aber auch die Gefahr größer geworden, dass die Konjunkturschwäche auf die Unternehmensinvestitionen übergreift. Die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA hat zugenommen.

In den europäischen Ländern haben die Auftriebkräfte ebenfalls nachgelassen, jedoch nicht so stark wie in den USA. Hier wirkt sich die Immobilienkrise zunächst vor allem auf den Finanzsektor aus, während eine weiterhin günstige Beschäftigung die Konsumnachfrage noch stützt. Allerdings deutet der jüngste *Bank Lending Survey* der EZB darauf hin, dass die Banken bei der Kreditvergabe an Unternehmen vorsichtiger geworden sind. Dies könnte die Investitionstätigkeit dämpfen, die bisher ein Motor der Expansion war. In Japan ist das BIP zwar zum Jahresende nochmals recht kräftig gewachsen, vorlaufende Indikatoren zeigen jedoch auch hier eine Abkühlung an.

Schaubild 1

Wachstum des Welt-Sozialprodukts¹

1996 bis 2007; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %



Eigene Berechnungen nach Angaben internationaler Institutionen. – ¹Gewichteter Durchschnitt der Veränderungsdaten des realen BIP von 47 (Vorjahr) bzw. 27 Ländern (Vorquartal). Viertes Quartal 2007 teilweise geschätzt.

RWI
ESSEN

Auf das BIP in den Entwicklungs- und Schwellenländern hat das Nachlassen der Auftriebskräfte in den Industriestaaten bisher kaum durchgeschlagen. Die chinesische Wirtschaft wuchs gegen Ende 2007 nochmals mit zweistelligen Raten. In anderen asiatischen Schwellenländern und in Lateinamerika blieb die Expansion ebenfalls recht kräftig. Jedoch sind hier und da bereits Schwächetendenzen zu erkennen. So hat sich in Singapur, das als wichtige Handelsdrehscheibe eine nachlassende weltwirtschaftliche Aktivität früher zu spüren bekommt als andere Länder in Asien, das BIP-Wachstum bereits deutlich verlangsamt. In zahlreichen anderen Ländern haben sich Umfragen zufolge die Geschäftserwartungen spürbar eingetrübt. Dies deutet an, dass sich die schwächere Nachfrage in den Industrieländern allmählich auch in Schwellenländern bemerkbar machen dürfte.

**Konjunktur in den
Schwellenländern
robust**

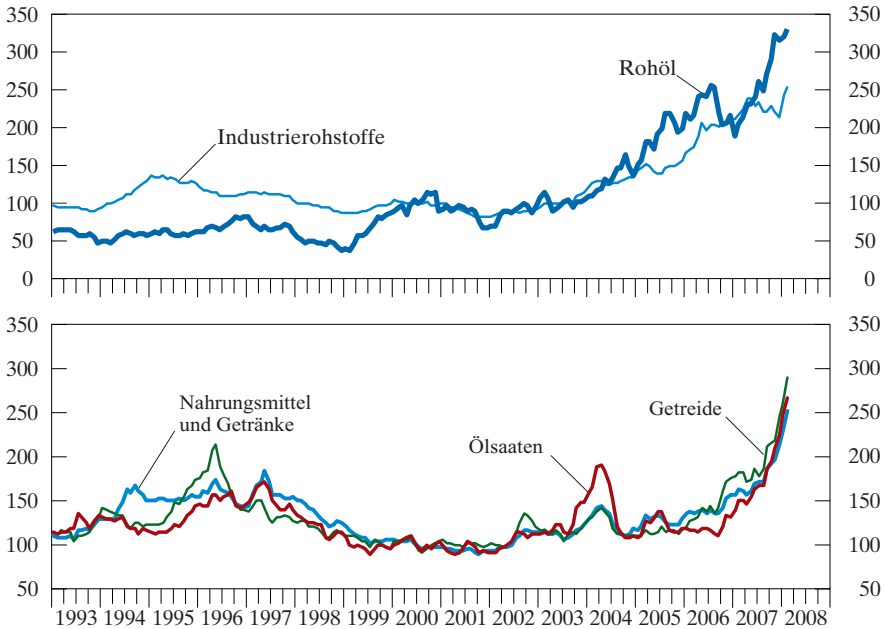
Alles in allem hat sich die internationale Konjunktur gegen Ende von 2007 bereits verlangsamt (Schaubild 1). Vieles deutet darauf hin, dass die Expansion in der ersten Jahreshälfte 2008 schwach bleiben wird. Jedenfalls fallen die vorlaufenden Indikatoren in den USA, in Japan und im Euro-Raum, und dies zum Teil schon seit einigen Monaten. Dies weist nicht notwendigerweise – wie in der Analyse der Regionen ausgeführt – auf eine bevorstehende Rezession hin, jedoch haben die Konjunkturrisiken beträchtlich zugenommen.

Die Weltkonjunktur wird allerdings nicht nur durch die Hypothekenkrise in den USA und deren Folgen für den Finanzsektor und die Finanzierungsbedin-

Schaubild 2

Rohstoffpreise

1993 bis 2008; HWWI -Indizes auf Dollarbasis, 2000 = 100



Eigene Berechnungen nach Angaben des HWWI.



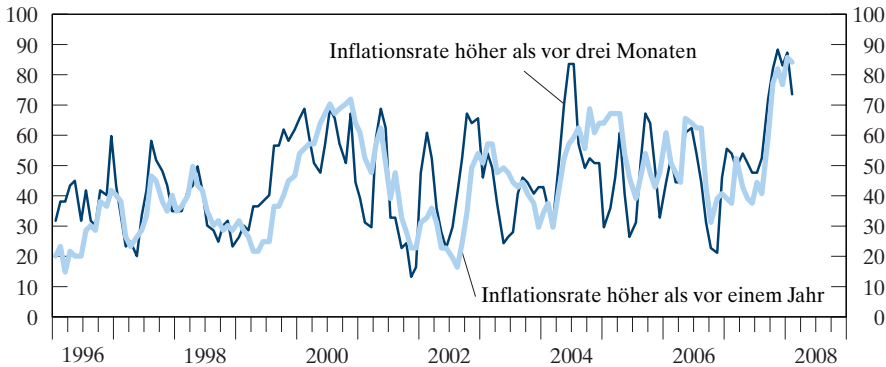
gungen belastet. Inzwischen haben auch die Inflationsgefahren deutlich zugenommen. Auslöser des verstärkten Preisanstiegs sind vor allem die Rohstoffmärkte. Rohöl hat sich im Verlauf des Jahres 2007 erneut spürbar verteuert. Hinzu kommen kräftig anziehende Notierungen für agrarische Rohstoffe und Nahrungsmittel (Schaubild 2). Bereits in unserem Bericht vom Herbst 2007 hatten wir auf die Ursachen dieser damals noch in den Anfängen steckenden Entwicklung hingewiesen: Mit steigendem Wohlstand in den Schwellenländern zieht die Nachfrage nach Nahrungsmitteln weltweit spürbar an. Hinzu kamen schlechte Ernten in einigen wichtigen Agrarländern, vor allem in Australien, wo z.B. die Getreideproduktion im Wirtschaftsjahr 2006/2007 aufgrund von Trockenheit nur gut ein Drittel des Vorjahreswerts erreichte (ABARE 2007: 599-606). Schließlich trägt wohl auch die zunehmende Nutzung nachwachsender Rohstoffe für die Energiegewinnung zu Preissteigerungen auf den Agrarmärkten bei.

Anstieg der
Rohstoffpreise
setzt sich fort

Schaubild 3

Globales Inflationsklima

1996 bis 2008; Anteil der Länder mit steigenden Inflationsraten in %



Eigene Berechnungen auf der Grundlage von Verbraucherpreisindizes für 61 Länder. Januar 2008 vorläufig.

RWI
ESSEN

Auch scheinen die den Preisanstieg dämpfenden Wirkungen der Globalisierung derzeit geringer zu werden. Der eher moderate Preisanstieg in den vergangenen Jahren war auch dadurch begünstigt, dass sich die Einfuhren von verarbeiteten Waren aufgrund wachsender Importe aus Niedriglohnländern verbilligten. Offenbar ist mittlerweile aber weltweit ein Inflationsklima entstanden, was sich darin zeigt, dass die Teuerung auf dermaßen breiter Front anzieht wie seit mehr als 10 Jahren nicht mehr (Schaubild 3). Insbesondere in China, das aufgrund seiner wachsenden Bedeutung als Lieferant preisgünstiger Endprodukte wesentlichen Anteil an dem zuletzt weltweit moderaten Preisklima hatte, steigen inzwischen die Erzeugerpreise stark, und zudem wertet seine Währung spürbar auf, was den Import chinesischer Waren verteuern dürfte.

Zusammen mit der seit Jahren großzügigen Liquiditätsversorgung durch die Notenbanken bewirkte all dies, dass sich der Preisanstieg in den Industrieländern spürbar verstärkt hat. Dies gilt zuletzt auch für die Kerninflation und ist selbst in Japan zu beobachten, wo die Deflationsphase damit vorüber zu sein scheint (Schaubild 4). Aufgrund der zuletzt wieder verstärkt anziehenden Notierungen an den Rohstoffmärkten ist zu befürchten, dass sich in den kommenden Monaten der Preisanstieg noch beschleunigt.

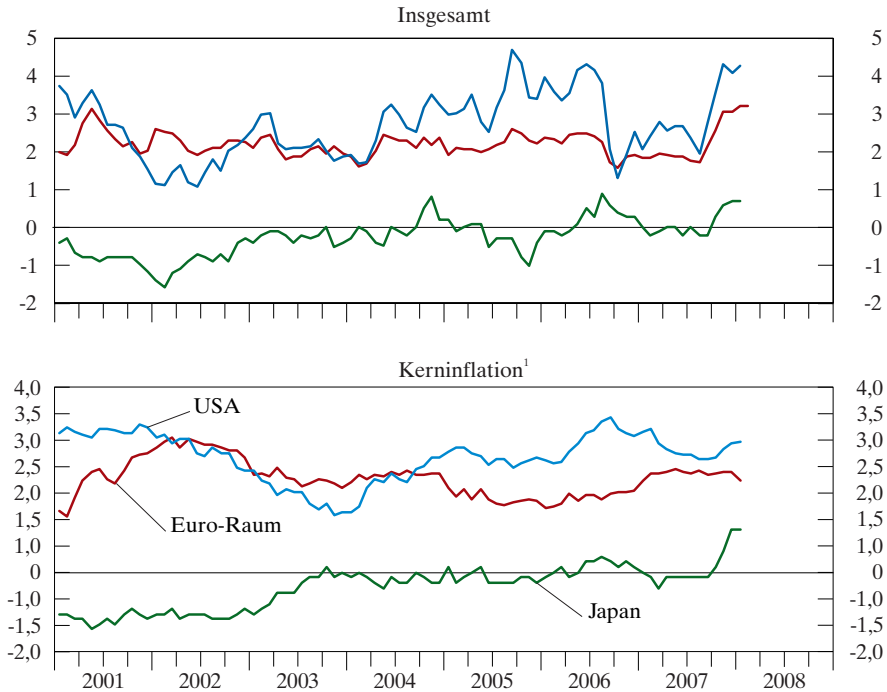
**Weltweit
höhere Inflation**

Die zunehmenden Inflationsgefahren machen es der Geldpolitik schwer, auf die wachsenden Konjunkturrisiken zu reagieren. Einerseits lassen eine schwächere Nachfrage einen Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsaus-

Schaubild 4

Inflationsraten im Euro-Raum, den USA und in Japan

2001 bis 2008, Veränderung der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahr in %



Nach Angaben der Notenbanken. – ¹Vereinigte Staaten und Euro-Raum: ohne Energie und Nahrungsmittel; Japan: ohne frische Nahrungsmittel. RWI
ESSEN

lastung und damit einen nachlassenden Inflationsdruck erwarten, zumal bei einer Aufwertung des Euro. Dies könnte den Zentralbanken Spielraum für Zinssenkungen geben. Andererseits nimmt bei anziehender Inflation die Notwendigkeit zu, im Interesse einer Stabilitätsorientierung Maßnahmen zu ergreifen, die einen Anstieg der Inflationserwartungen verhindern. Je nach Lageeinschätzung reagieren die Notenbanken gegenwärtig sehr unterschiedlich. In den USA, Großbritannien und Kanada einerseits wurden die Leitzinsen zum Teil sogar spürbar gesenkt. In manchen Schwellen- und Transformationsländern, aber auch in Industrieländern wie Australien, Norwegen, Schweden und der Schweiz wurden die Notenbankzinsen hingegen erhöht. Viele Zentralbanken nehmen wie die EZB und die Bank von Japan gegenwärtig eine abwartende Haltung ein. In den USA dürfte der Leitzins, wie von der Fed inzwischen auch kommuniziert, wohl nochmals gesenkt werden. Für

Unterschiedliche
Reaktion der
Geldpolitik

den Euro-Raum erwarten wir, dass die EZB die Zinsen unverändert lässt und sie nur bei einer deutlicheren konjunkturellen Abschwächung als hier prognostiziert senkt.

Die in den USA im Vergleich zum Euro-Raum ungünstigeren Konjunkturaussichten und der wachsende Zinsabstand sprechen für sich genommen für eine weitere Abwertung des Dollar. Jedoch hat sich das Ungleichgewicht im Außenhandel der USA im Verlauf von 2007 verringert, so dass der Wechselkurs von dieser Seite her weniger belastet scheint. Zudem gilt der Dollar in Zeiten unsicherer Wirtschaftsaussichten bei vielen Anlegern als „sicherer Hafen“. Per saldo gehen wir für den Prognosezeitraum von einem unveränderten Wechselkurs von 1,50 \$/€ aus.

Die weiter steigenden Rohstoffpreise bewirkten allerdings nicht nur einen Inflationsschub, sondern sie haben bislang zugleich durchaus stabilisierend auf die Weltwirtschaft gewirkt. Die Einfuhren vieler Rohstoffe exportierender Länder sind nämlich kräftig gestiegen, und dies bildete ein Gegengewicht zu dem Kaufkraftentzug, den die Hausse bei Rohstoffen in den Industrieländern verursachte. Da sich nämlich nahezu alle Rohwaren verteuerten, stiegen die Exporterlöse zahlreicher Entwicklungs- und Schwellenländer spürbar, die

Steigende
Exporte der
Entwicklungs- und
Schwellenländer

entsprechend auch ihre Einfuhren aus den Industriestaaten steigerten. Deshalb waren die hohen Rohstoffpreise anscheinend weniger schädlich für die Weltwirtschaft, im Gegensatz zu den Ölkrisen in den Siebziger- und Achtzigerjahren. Damals resultierte der Preisanstieg aus einer bewussten Angebotsverknappung, und nur Öl stieg im Preis, so dass auch nur wenige Länder profitierten (Schmidt, Zimmermann 2007).

Bei einigen Metallen ist bereits im Lauf des vergangenen Jahres, nach einer zum Teil sehr kräftigen Verteuerung, eine leichte Beruhigung eingetreten. Rohöl und agrarische Rohstoffe, aber auch Eisenerz haben sich dagegen in den vergangenen Wochen weiter spürbar verteuert. Für den Prognosezeitraum deutet allerdings manches auf eine Beruhigung hin. Lediglich bei agrarischen Rohstoffen werden vorerst noch steigende Preise gesehen. Zwar zeichnen sich bessere Ernten ab als 2007, jedoch auch ein weiterhin deutlicher Nachfrageanstieg. Allerdings ist zu vermuten, dass die OPEC, möglicherweise auch andere Rohstoffproduzenten, darauf mit einer Verknappung des Angebots reagieren, um die Preise zu stabilisieren. So hatte das *Australian Bureau of Agricultural and Resource Economics* (ABARE 2007) bereits im Dezember 2007 einen Preisrückgang bei Energierohstoffen und Metallen zu Beginn dieses Jahres prognostiziert. Eingetreten ist dies bisher aber nicht. Allerdings stellen sich die Konjunkturaussichten derzeit noch etwas ungünstiger dar. Vor diesem Hintergrund unterstellen wir hier, dass der Rohölpreis (Brent) im Pro-

Tabelle 2

Veränderung des Bruttoinlandsprodukts ausgewählter Industrieländer im Jahresverlauf 2006 bis 2009; annualisierte Raten in %								
	2006		2007		2008 ^P		2009 ^P	
	1. Hj.	2. Hj.	1. Hj.	2. Hj.	1. Hj.	2. Hj.	1. Hj.	2. Hj.
Euro-Raum	3,0	3,0	2,5	2,25	1,75	1,5	2,5	2,0
Großbritannien	3,25	3,0	3,25	3,0	1,725	2,5	2,75	3,0
USA	3,25	1,75	1,75	3,5	0,75	1,75	2,5	3,0
Japan	2,0	1,75	2,5	1,25	2,25	2,25	2,5	2,0
Insgesamt	3,0	2,25	2,25	2,75	1,25	1,75	2,5	2,5

Eigene Berechnungen nach Angaben nationaler Quellen. – ^PEigene Prognose.

gnosezeitraum dem durchschnittlichen Preis der vergangenen Wochen entspricht, der rund 95 \$ je barrel betrug. Auch bei Metallen gehen wir von unveränderten Preisen aus. Bei agrarischen Rohstoffen dürften die Märkte weiterhin angespannt sein, so dass die Preise vorerst wohl weiter steigen werden. Dies signalisieren gegenwärtig auch die Terminmärkte.

1.2 Schwächere Konjunktur in den USA dämpft weltwirtschaftliche Expansion

Die Wirtschaft der USA steht allem Anschein nach vor einer ausgeprägten Schwächephase, wenn nicht gar einer Rezession. Wir erwarten für dieses Jahr nach einem schwachen ersten und zweiten Quartal allerdings eine allmähliche Erholung, da die fiskalischen Impulse in der zweiten Hälfte dieses Jahres wirken dürften. Im Jahresdurchschnitt dürfte das BIP jedoch nur um 1,7% steigen. Viele Beobachter sehen Anzeichen dafür, dass die flauere US-Konjunktur die wirtschaftliche Entwicklung in der übrigen Welt weniger belasten wird als früher. So argumentiert der IMF (2008) mit der in zahlreichen Volkswirtschaften hohen Dynamik der Binnennachfrage, der solideren Makropolitik in vielen Schwellenländern, der abnehmenden Bedeutung der USA als Absatzmarkt und den gestiegenen Rohstoffpreisen, die die Exporterlöse vieler Länder stabilisieren. Daher revidierte der IMF (2008) wohl auch jüngst seine Prognose nur für die Industrieländer nach unten; seine Vorausschätzung für die asiatischen und die lateinamerikanischen Länder ließ er hingegen nahezu unverändert. Vorsichtiger ist die Einschätzung der UNO (2008: 40–43), die darauf hinweist, dass in der Vergangenheit die konjunkturellen Ausschläge in der übrigen Welt stets weniger intensiv waren als in den USA, dass aber bisher noch jede Rezession in den USA mit einer Verlangsamung der Konjunktur in den übrigen Industrieländern und in den Entwicklungsländern einherging.

Betrachtet man die Transmissionskanäle, über die eine US-Rezession in den Rest der Welt übertragen werden könnte, so ergibt sich ein gemischtes Bild. Einerseits sind in vielen Ländern die Exporte deutlich rascher gestiegen als das BIP, was auf eine höhere Abhängigkeit vom Außenhandel hinweist. An-

Tabelle 3

Regionalstruktur der Ausfuhren ausgewählter Länder 1998 und 2006; in % des BIP								
	USA		China		Japan		EU	
	1998	2006	1998	2006	1998	2006	1998	2006
Deutschland	2,3	3,3	0,3	1,2	0,5	0,6	16,0	24,2
Frankreich	1,5	1,4	0,2	0,4	0,3	0,3	13,4	14,4
Italien	1,7	1,7	0,2	0,4	0,3	0,3	12,4	13,4
Spanien	0,8	0,8	0,1	0,2	0,2	0,1	13,0	12,1
Vereinigtes Königreich	2,5	2,4	0,1	0,3	0,4	0,3	10,3	10,2
Japan	3,1	3,4	0,5	2,1	–	–	1,9	2,2
Brasilien	1,2	2,3	0,1	0,8	0,3	0,4	1,8	2,9
Chile	3,0	6,1	0,6	3,4	2,6	4,1	5,3	10,5
Mexiko	24,5	25,2	0,0	0,2	0,2	0,2	1,0	1,3
China	3,7	7,7	–	–	2,9	3,5	2,9	7,2
Hongkong	24,4	25,2	35,9	78,4	5,5	8,2	16,8	23,4
Malaysia	21,1	19,3	2,6	7,5	10,2	9,1	16,2	13,2
Philippinen	15,5	7,3	0,5	3,9	6,5	6,6	9,3	7,4
Singapur	26,5	20,9	4,9	20,1	8,8	11,2	21,8	23,2
Südkorea	6,6	4,4	3,4	7,1	3,5	2,7	5,9	5,1
Thailand	10,8	9,5	1,6	5,7	6,6	8,0	8,8	8,7

Eigene Berechnungen nach Angaben des IMF.

dererseits hat das Gewicht der USA im internationalen Warenhandel unter anderem zu Gunsten Chinas abgenommen. Tabelle 3 zeigt, dass in allen betrachteten Ländern die Ausfuhren nach China in Relation zum BIP zugenommen haben, besonders ausgeprägt in den asiatischen Ländern. Ob damit aber eine Abkopplung von der Konjunktur in den USA stattgefunden hat, muss bezweifelt werden. Zugleich ist nämlich auch die Abhängigkeit der chinesischen Wirtschaft von Ausfuhren in die USA größer geworden. So machten die chinesischen Ausfuhren in die USA 1998 nur 3,7% des BIP aus, 2006 waren es hingegen 7,7%². Einem durch den Export induzierten Einbruch der Wirtschaft Chinas dürfte allerdings entgegenwirken, dass für sie die Bedeutung Europas als Absatzmarkt zugenommen hat. Alles in allem könnte sich die Weltwirtschaft etwas von den USA abgekoppelt haben, weil in einigen Ländern die unmittelbaren Lieferungen dorthin in Relation zum BIP geringer geworden sind. Ob dieser Effekt aber groß genug sein dürfte, um eine schwächere Expansion der Weltwirtschaft zu verhindern, muss bezweifelt werden.

Höhere Export-
abhängigkeit ...

² Zwar gingen über den gesamten betrachteten Zeitraum unverändert gut 20% der chinesischen Ausfuhren in die USA, jedoch ist zugleich der Anteil der Exporte am BIP kräftig gestiegen.

Im Gegensatz zu den Gütermärkten ist die Abhängigkeit der globalen Finanzmärkte von den USA unverändert hoch, wenn nicht gar größer geworden. Aufgrund der fortschreitenden Liberalisierung und der wachsenden Integration der Märkte sind Banken in zahlreichen Ländern unmittelbar von der Hypothekenkrise in den USA betroffen und die Anleger weltweit verunsichert. Damit dürften sich auch die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen rund um den Globus verschlechtern.

..., aber geringerer
Anteil der
Lieferungen
in die USA

Alles in allem erwarten wir vor diesem Hintergrund, dass die Abschwächung in den USA gedämpft und mit zeitlicher Verzögerung sowie regional differenziert, aber doch spürbar auf die übrigen Volkswirtschaften durchschlagen wird. Das Weltsozialprodukt wird preisbereinigt – gewichtet mit dem BIP in Dollar – in diesem Jahr um 2,5% und im kommenden um 2,9% zunehmen, nach 3,2% im Jahr 2007. Der Welthandel dürfte dann um 5,5 bzw. 7% wachsen (2007: 6%).

1.3 Risiken

In konjunkturellen Wechsellagen ist die Prognoseunsicherheit erfahrungsgemäß besonders groß. Dies gilt auch diesmal. Einerseits wird möglicherweise das Ausmaß der konjunkturellen Abschwächung überschätzt. Gegenwärtig senden real- und finanzwirtschaftliche Indikatoren in vielen Ländern gegensätzliche Signale aus. So wurde im Euro-Raum und sogar in den USA weiter Beschäftigung aufgebaut, was stabilisierend auf die Konjunktur wirken sollte. Die Industrieproduktion war zudem in der Grundtendenz weiter aufwärts gerichtet, und die Auftragseingänge stiegen vielfach noch. Rezessionsindikatoren findet man eher an den Finanz- und Kapitalmärkten, insbesondere bei den Vermögenspreisen und der Kreditvergabe. Es ist gegenwärtig schwer zu entscheiden, welche Seite hier die Oberhand behält.

Andererseits wird häufig die Dynamik konjunktureller Abwärtsprozesse unterschätzt. Es ist keineswegs als gesichert anzusehen, dass die Weltwirtschaft tatsächlich resistenter gegenüber einer Konjunkturschwäche in den USA geworden ist. Dies gilt umso mehr, als die Finanzmarkturbulenzen weltweit Spuren hinterlassen, die Risikoaufschläge überall steigen und die Banken in vielen Ländern restriktiver bei der Kreditvergabe werden. Damit könnten sich die Finanzierungsbedingungen für Investitionen rund um den Globus simultan verschlechtern, wodurch sich die Abschwungkkräfte weiter verstärken würden.

Verunsicherung
der Finanzmärkte
hält an

Tabelle 4

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Industrieländern									
2007 bis 2009									
	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise ¹			Arbeitslosenquote ²		
	2007 ^s	2008 ^p	2009 ^p	2007 ^s	2008 ^p	2009 ^p	2007 ^s	2008 ^p	2009 ^p
	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %						in %		
Deutschland	2,5	1,7	1,8	2,3	2,5	2,0	8,4	7,5	6,6
Frankreich	1,9	1,5	1,9	1,6	2,5	2,1	8,3	8,0	7,9
Italien	1,5	0,9	1,3	2,0	2,7	2,2	6,8	5,6	5,4
Spanien	3,8	2,2	2,0	2,8	3,5	3,1	8,3	8,4	8,8
Niederlande	3,5	2,5	2,3	1,6	2,2	1,8	3,2	2,7	2,4
Belgien	2,7	2,5	2,4	1,8	2,3	2,0	7,5	7,2	7,0
Österreich	3,4	2,1	2,2	2,2	2,6	1,9	4,4	4,3	4,4
Finnland	4,4	4,5	3,5	1,6	1,8	1,6	6,9	6,4	6,3
Griechenland	4,1	3,8	3,6	3,0	3,3	2,9	8,9	7,8	7,5
Portugal	1,8	1,2	1,5	2,4	2,6	2,2	8,0	7,9	7,7
Irland	4,9	4,5	5,0	2,9	3,4	3,0	4,5	5,3	5,4
Luxemburg	5,2	5,5	5,0	2,7	3,0	2,7	4,7	4,5	4,3
Slowenien	6,0	4,6	4,2	3,8	4,1	3,9	4,7	4,6	4,5
Malta	3,1	2,7	2,7	0,7	2,6	2,3	6,3	6,5	6,4
Zypern	4,4	3,9	4,0	2,2	2,4	2,2	3,9	4,0	3,8
Euro-Raum ³	2,6	1,8	2,0	2,1	2,6	2,2	7,4	6,9	6,6
Großbritannien	3,1	2,1	2,3	2,3	2,5	2,2	5,4	5,5	5,6
Schweden	2,6	3,0	2,6	1,5	1,8	1,5	6,1	5,7	5,9
Dänemark	1,8	1,5	1,7	1,7	2,0	1,8	3,7	3,9	4,0
EU-18	2,7	1,9	2,0	2,2	2,6	2,2	7,3	6,6	6,4
Neue EU-Länder ⁴	6,0	5,0	4,8	4,1	5,2	4,6	7,8	7,4	7,3
EU	2,9	2,1	2,2	2,2	2,7	2,3	7,9	6,8	6,6
Schweiz	3,1	2,5	2,7	0,8	1,0	1,0	3,9	4,1	4,0
Norwegen	2,9	3,0	2,5	0,7	0,9	1,0	2,6	2,5	2,7
Westeuropa ³	2,6	1,8	1,9	2,0	2,4	2,0	5,8	5,3	5,1
USA	2,2	1,7	2,5	3,2	3,4	2,2	4,6	4,2	5,0
Japan	2,1	1,6	2,3	0,0	0,5	0,8	3,9	4,0	3,8
Kanada	2,7	2,0	2,5	2,2	1,8	2,0	6,3	6,5	6,4
Insgesamt ³	2,4	1,8	2,2	2,2	2,5	1,9	5,2	4,8	4,9

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

Sorge bereitet zudem, dass sich die Verunsicherung der Finanzmärkte nicht zu legen scheint, da ständig neue Banken Verluste aufgrund der Finanzmarktprobleme einräumen müssen. Durch fortgesetzt fallende Immobilienpreise in den USA, aber auch in anderen Ländern wie Spanien könnten zudem noch mehr Hypotheken notleidend werden, zumal wenn die Risikoaufschläge bei den Zinsen weiter zunehmen und damit die Hypothekenzinsen steigen. Damit

würden die Vermögensverluste bei Hausbesitzern wie bei Finanzierungsinstitutionen weiter wachsen und die Wahrscheinlichkeit zunehmen, dass sich die Finanzmarkturbulenzen zu einer Bankenkrise verschärfen, deren Begleiterscheinung eine ausgeprägte Kreditverknappung sein dürfte. Auch könnten die Probleme noch stärker als bisher auf andere Segmente des Finanzmarkts übergreifen.

Wie wahrscheinlich ein solches Krisenszenario ist und wie stark die Weltwirtschaft durch eine globale Bankenkrise belastet würde, lässt sich freilich nur schwer sagen. Reinhart/Rogoff (2008) zeigen in ihrer Untersuchung Gemeinsamkeiten und Unterschiede der gegenwärtigen Situation mit früheren Krisen auf. In mancherlei Hinsicht stellt sich für sie die Situation heute besser dar als früher. So haben die Aktienkurse bisher relativ wenig nachgegeben, und die Lage der öffentlichen Finanzen scheint solider. Für die Auswirkungen auf das BIP macht es nach den historischen Erfahrungen einen großen Unterschied, wie schwer eine gegenwärtig befürchtete Bankenkrise sein wird. Im Durchschnitt aller von Reinhart/Rogoff (2008: 9) in Industrieländern identifizierten Krisen verlangsamte sich der BIP-Anstieg in den betroffenen Länder zwar vorübergehend, es kam aber nicht zu einer Rezession. Beschränkt man sich auf fünf schwere Krisen, so sank allerdings das BIP im Durchschnitt drei Jahre lang.

2. Die Regionen im Einzelnen

2.1 USA am Rande der Rezession

Die Wirtschaftsaktivität in den USA hat sich gegen Ende des vergangenen Jahres deutlich abgeschwächt. Der Rückgang der Wohnungsbauinvestitionen, der schon seit Anfang 2006 anhält, hat sich aufgrund der Verschärfung der Immobilienkrise im vierten Quartal 2007 verstärkt; auf Jahreswerte hochgerechnet hat die Bautätigkeit um 26% abgenommen. Zugleich verminderte sich der Zuwachs des privaten Konsums. Er stieg (annualisiert) mit einer Rate von weniger als 2%, wodurch sich der Eindruck bestätigt, dass er sich seit Mitte 2007 in der Tendenz abschwächt. Lediglich die Exporte waren robust, auch wenn sie im vierten Quartal nicht mehr so stark wuchsen wie zuvor. Zugleich nahmen die Importe aufgrund der schwachen Binnennachfrage verlangsamt zu, so dass sich der Außenbeitrag deutlich verbesserte.

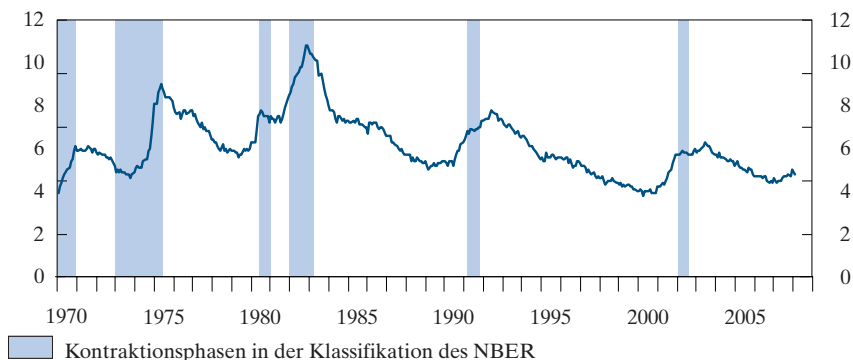
Da zu erwarten ist, dass die vom Immobilienmarkt ausgehenden Belastungen im Jahresverlauf 2008 anhalten, dürfte die Expansion schwach bleiben. Fraglich ist aber, ob die US-Wirtschaft im technischen Sinne in eine Rezession abgleitet, also das BIP tatsächlich eine Zeit lang schrumpft. Bedenklich stimmt in diesem Zusammenhang, dass sich die konjunkturelle Abschwächung inzwi-

Immobilienmarkt belastet weiterhin die Expansion in den USA

Schaubild 5

Arbeitslosenquote in den USA

1970 bis 2008; in %



■ Kontraktionsphasen in der Klassifikation des NBER

RWI
ESSEN

Eigene Berechnungen.

schen auf dem Arbeitsmarkt bemerkbar macht. Der Beschäftigungsaufbau ist in den vergangenen Monaten schwächer geworden und die Arbeitslosenquote ist – wenn auch nur leicht, so doch seit acht Monaten anhaltend auf 4,9% im Januar 2008 gestiegen. Damit ist die Arbeitslosigkeit zwar nicht besorgniserregend hoch, doch hat es in der Vergangenheit einen Anstieg über mehrere Monate stets nur im Vorfeld von Rezessionen gegeben (Schaubild 5).

Auch die geld- und die finanzpolitischen Akteure scheinen das Risiko einer Rezession hoch einzuschätzen. So hat die Fed bei ihren jüngsten Zinsentscheidungen die konjunkturellen Risiken in den Vordergrund gestellt. Seit September 2007 hat sie die Zielrate der *Federal Funds Rate* um 2,25%-Punkte auf 3,0% gesenkt; und dies, obwohl der Preisauftrieb zugenommen hat. Die Verbraucherpreise stiegen am Jahresanfang 2008 um 4,4%, und die Kernrate hat sich auf knapp 2,5% erhöht. Damit sind die realen Kurzfristzinsen derzeit ähnlich stark gefallen wie früher in Rezessionsphasen (Schaubild 6). Zudem ist zu befürchten, dass die Zinssenkungen nicht die erwartete Wirkung entfalten werden, da die Banken ihre Kreditvergabestandards verschärft haben. Deshalb besteht die Gefahr, dass Zinssenkungen nicht zu der sonst üblichen Aus-

**Finanzpolitik
stimuliert
Konjunktur**

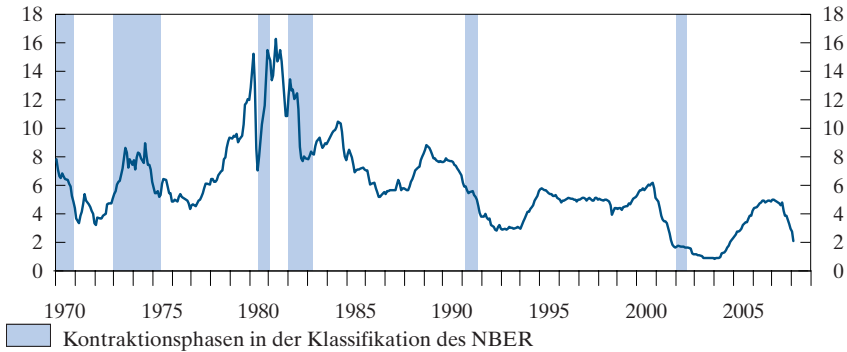
weitung der Kreditvergabe und damit auch nicht zu einer Belebung der Nachfrage führen. Immerhin dürften die Zinssenkungen zumindest vorübergehend zu einer Stabilisierung des Finanzsektors beitragen.

Im Rahmen der Finanzpolitik wurden konjunkturstützende Maßnahmen ergriffen. Das jüngst beschlossene Stimulierungspaket sieht vor, dass jeder Privathaushalt

Schaubild 6

Zinsen in den USA

1970 bis 2008; in %



Eigene Berechnungen.

ab Mai 2008 eine Steuererstattung erhält. Für Unternehmen wurden Sonderabschreibungen für neue Investitionen beschlossen. Insgesamt hat das Paket ein Volumen von etwa 150 Mrd. \$. Allerdings stellt sich die Frage nach seiner Wirksamkeit. Eine Reihe neuerer empirischer Arbeiten kommt zwar zu dem Ergebnis, dass eine vorübergehende Steuersenkung durchaus positive Effekte auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage haben kann (Blanchard, Perotti 2002; Romer, Romer 2007). Über die Größenordnung der Effekte besteht aber Uneinigkeit. Zudem dürfte die Wirkung erst nach 2 bis 3 Quartalen einsetzen, so dass die jetzige Maßnahme erst zum Ende dieses Jahres beginnen dürfte zu wirken.

Alles in allem erwarten wir, dass die Konjunktur in den USA in der ersten Jahreshälfte 2008 ausgesprochen schwach sein wird, bevor wohl die wirtschaftspolitischen Impulse nach und nach ihre Wirkung entfalten. Belastend wirkt, dass sich die Konsolidierung im Immobilien- und Finanzsektor fortsetzen dürfte. Auch wird die Abschwächung des privaten Konsums voraussichtlich anhalten, weil die Vermögensverluste bei Immobilien, aber auch bei Aktien dämpfend wirken. Hinzu kommen voraussichtlich weiter verschärfte Kreditvergabestandards der Banken. Schließlich darf man auch nicht vergessen, dass die Haushalte nach wie vor durch die hohen Ölpreise belastet werden. Dies alles dürfte sich auch negativ auf die Ausrüstungsinvestitionen auswirken. Stützend wird hingegen wohl die Außenwirtschaft sein. Durch die Abwertung des Dollar gegenüber wichtigen Handelspartnern hat sich die internationale Wettbewerbsfähigkeit der ameri-

**Ausgeprägte
Schwächephase im
ersten Halbjahr**

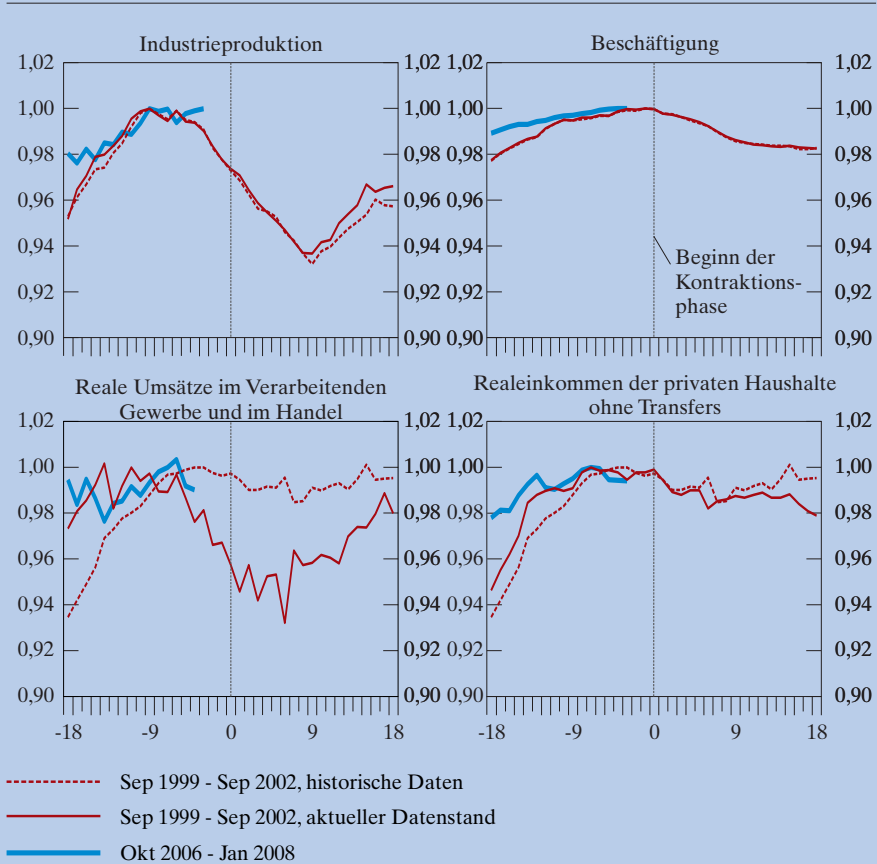
Kasten 1

Wie wahrscheinlich ist eine Rezession in den USA?

In der gegenwärtigen konjunkturellen Situation ist es für unsere internationale und nationale Prognose von besonderem Interesse, ob die Wirtschaft der Vereinigten Staaten in eine Rezession abgeleitet. Eine vielbeachtete Konjunkturklassifikation nimmt das *Business Cycles Dating Committee* des NBER vor. Seine Datierung der bisher letzten Kontraktionsphase, die nach seiner Einschätzung im März 2001 begann und im November des gleichen Jahres endete, hatte es im Wesentlichen auf drei Indikatoren gestützt (Hall et al. 2001)¹. Den im März 2001 einsetzenden Rückgang der Beschäftigung, den zu dem Beginn der Kontraktionsphase bereits seit 6 Monaten anhaltenden Rückgang der Industrieproduktion und den seit vier Monaten beobachteten Rückgang der realen Umsätze im Verarbeitenden Gewerbe und im Handel. Gegen eine Kontraktionsphase sprach eine vierte als wesentlich erachtete Variable, die Entwicklung der Realinkommen. Sie wurde jedoch später, ebenso wie die realen Umsätze, nach unten revidiert, wo-

Datierung der Kontraktionsphase 2001 durch das Business Cycle Dating Committee an derzeitige Konjunkturlage

Höhepunkt vor dem Abschwung = 1



¹ Das *Dating Committee* spricht in diesem Zusammenhang nicht von Rezessionen, sondern stets von Kontraktionsphasen.

Kasten 1

mit sich der Beginn der Kontraktionsphase aus heutiger Sicht noch klarer darstellt als nach den damals vorliegenden Daten.

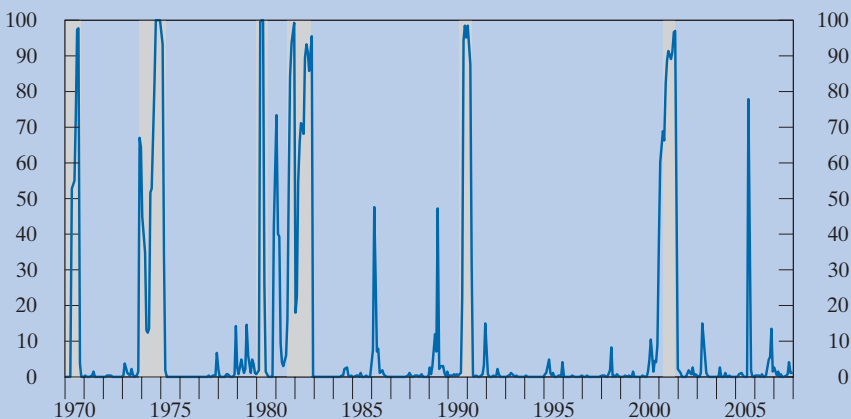
Der Vergleich dieser vier Indikatoren für die damaligen und die entsprechenden Daten für die vergangenen Monate ist – da noch keine Kontraktionsphase diagnostiziert wurde – arbiträr. Hier wurden die Daten so in das Diagramm eingetragen, dass bei den beiden Indikatoren, bei denen schon jetzt ein Rückgang festzustellen ist (reale Umsätze und Realeinkommen) der Höhepunkt – der bei beiden im Oktober 2007 lag – in etwa auf dem Höhepunkt vor der letzten Kontraktionsphase (September 2000) zu liegen kommt. Damit unterstellt man, dass eine Kontraktionsphase bevorsteht, die im Frühjahr 2008 eintreten würde. Gegen diese Sicht sprechen aber derzeit noch die beiden vom *Dating Committee* als wichtiger erachteten Indikatoren Beschäftigung und Industrieproduktion. Beide steigen zwar nicht mehr, schwanken aber derzeit auf dem erreichten Niveau, was im Übrigen auch einige Monate vor der Kontraktion 2001 der Fall war. Alles in allem ist nach den vorliegenden Daten eine Kontraktionsphase im Bereich des Möglichen. Starke Hinweise, dass sie unmittelbar bevorsteht, gibt es aber nicht.

Zu dem gleichen Ergebnis kommt man, wenn man die Rezessionswahrscheinlichkeit für die USA mit Hilfe eines Markov-Switching Modells schätzt. Dazu wird angenommen, dass die Veränderungsrate der Industrieproduktion einem autoregressiven Prozess folgt, dessen Mittelwert zwischen einem Aufschwungs- und einem Rezessionsregime wechseln kann (Hamilton 1989). Die Parameter dieses Modells lassen sich ökonometrisch schätzen. Gleichzeitig erhält man die Wahrscheinlichkeiten, dass der Prozess zwischen den Regimen wechselt. Durch eine Modifizierung dieses Modells können diese Regimewechselwahrscheinlichkeiten in Abhängigkeit von zusätzlichen Indikatoren modelliert werden (Filardo 1994).

Im Schaubild unten sind die Rezessionswahrscheinlichkeiten abgebildet, die sich ergeben, wenn man als zusätzlichen Indikator den von *Conference Board* veröffentlichten *Leading Indicator* verwendet. Dieser Ansatz kann die vom *Dating Committee* ermittelten Kontraktionsphasen nachzeichnen. Für die gegenwärtige Phase zeigt das Modell aber keinen Anstieg der Rezessionswahrscheinlichkeit an. Aus diesem Grund erwarten wir für die USA in den kommenden Monaten eine weiterhin schwache gesamtwirtschaftliche Entwicklung aber keinen deutlichen Einbruch der Produktion.

Rezessionswahrscheinlichkeiten

1970 bis 2007; in %



Eigene Berechnungen.

kanischen Wirtschaft deutlich verbessert. Aber selbst wenn man davon ausgeht, dass die Konjunktur bei den Handelspartnern der USA robust bleibt, reichen diese Impulse wohl nicht aus, um die binnenwirtschaftliche Abschwächung zu kompensieren.

Ob die prognostizierte ausgeprägte Schwächephase einmal als Rezession bezeichnet werden wird oder nicht, mag dahingestellt sein. Für das erste Halbjahr prognostizieren wir einen Zuwachs des BIP von annualisiert 0,7%, was niedrig genug ist, um ein vorübergehendes Schrumpfen der Wirtschaftsleistung nicht auszuschließen. Die wichtigsten vorlaufenden Konjunkturindikatoren zeichnen jedoch kein eindeutiges Bild, wie tief der Einbruch sein könnte (Kasten 1). Sie zeigen zwar alle eine Abschwächung an, jedoch haben sie sich gegenwärtig noch nicht so stark verschlechtert wie im Vorfeld früherer Rezessionen. Für den Jahresdurchschnitt 2008 erwarten wir einen BIP-Anstieg von 1,7% und für das kommende Jahr um 2,5%.

2.2 Außenwirtschaft dämpft Expansion in Japan

Japans Wirtschaft ist zum Ende des Jahres 2007 mit annualisiert 3,7% kräftig gewachsen. Dies geht vor allem auf die Exporte zurück, die um über 11% zulegen. Die Binnennachfrage blieb insgesamt schwach. Dies ist teilweise dem anhaltenden Rückgang der Wohnungsbauinvestitionen geschuldet, der durch strengere Bauvorschriften ausgelöst wurde, die seit Juni 2007 gelten. Gravierender dürfte aber die anhaltende Schwäche des privaten Konsums sein.

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt stellt sich schon seit längerem relativ günstig dar. Die Beschäftigung hat zum Ende des Jahres nochmals leicht zugenommen, die Arbeitslosenquote ist im Dezember nur geringfügig von 3,8% auf 3,9% gestiegen. Diese ungeachtet des zuletzt kräftigen BIP-Anstiegs geringen Veränderungen deuten auf Arbeitsengpässe hin. Dennoch sind die Einkommen auch zum Ende des Jahres nur moderat gestiegen.

Nicht zuletzt aufgrund des nun seit vier Jahren relativ kräftigen Wachstums steigen inzwischen die Verbraucherpreise wieder deutlich. Sie waren im Januar um 0,7% höher als im Vorjahr. Damit scheint die Deflation überwunden, zumal auch die Kerninflation (ohne Nahrungsmittelpreise) mit 0,8% positiv war.

Deflation in Japan wohl überwunden

Angesichts wieder steigender Preise könnte die japanische Notenbank ihren Kurs der allmählichen Anhebung der Zinsen fortsetzen. Allerdings wird die Geldpolitik auch in Japan von den Auswirkungen der Immobilienkrise in den USA beeinflusst. Zum einen sind japanische Banken ebenfalls von Forderungsausfällen betroffen. Allerdings werden die Verluste der Großbanken aus der Subprime-Krise für das im März endende

Geschäftsjahr nur auf etwa 4 Mrd. € geschätzt (o.V. 2008) und damit deutlich weniger als bei den Banken in den USA und in Europa. Schwer wiegt daher das Risiko, dass infolge der Immobilienkrise die Auslandsnachfrage nach japanischen Waren zurückgeht, zumal – wie gesagt – die bedeutendsten konjunkturellen Impulse vom Export kommen. Vor diesem Hintergrund ist eine baldige Anhebung der Leitzinsen nicht zu erwarten.

Die Finanzpolitik setzt ihre Gratwanderung zwischen Konsolidierung und Stärkung der Wachstumskräfte fort. So soll der Ausgabenanstieg mit einem Zuwachs von 0,2% weiter eng begrenzt bleiben. Zusätzlich wurden einige Steuerrechtsänderungen beschlossen, um die Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten der Unternehmen zu fördern. Wegen des kleinen Volumens dieser Maßnahmen dürften die gesamtwirtschaftlichen Effekte aber gering sein. Eine umfassende Steuerreform, insbesondere eine Erhöhung der indirekten Steuern zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte, ist weiterhin nicht in Sicht.

Schwächerer Export dämpft Expansion

Für den Prognosezeitraum ist keine durchgreifende Belebung der Binnennachfrage zu erwarten. Vor allem das sinkende Konsumentenvertrauen deutet auf einen weiterhin schwachen privaten Konsum hin. Da nun auch mit einem weniger dynamischen Außenhandel zu rechnen ist, ist zu erwarten, dass sich die Expansion in diesem Jahr abschwächen wird. Wir prognostizieren für 2008 eine Zunahme des BIP um 1,6%. Im kommenden Jahr,

wenn sich das internationale Umfeld voraussichtlich wieder aufhellen wird, dürfte die Produktion mit 2,3% wieder stärker ausgeweitet werden.

2.3 Nachlassende, aber weiterhin kräftige Expansion in den Schwellenländern

Die Wirtschaft *Chinas* wuchs 2007 erneut sehr kräftig. Das BIP nahm real um 11,4% zu, jedoch hat sich die Expansion im Verlauf des Jahres leicht abgeschwächt. Inzwischen sind die Zeichen einer Überhitzung unübersehbar. Die Inflationsrate liegt seit nunmehr sechs Monaten über 6% und kletterte im Januar auf 7,1%, und dies obwohl die Regierung Preisstopps bei einigen Gütern (z.B. Energieträger und öffentlicher Transport) verhängt hat. Der hohe Anstieg der Erzeugerpreise von zuletzt 6,1% lässt kein baldiges Nachlassen der Teuerung erwarten. Ursache ist neben beträchtlich steigenden Nahrungsmittel- (vor allem Schweinefleisch und Mais) und Energiepreisen (insbesondere von Mineralölprodukten) wahrscheinlich auch ein rascherer Anstieg der Arbeitskosten.

Inflationsschub in China

Inzwischen weisen viele Rahmendaten auf eine schwächere Expansion hin. Die Aufwertung des Renminbi ge-

Tabelle 5

Reales BIP in ausgewählten Schwellen- und Transformationsländern						
2004 bis 2009; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %						
	2004	2005	2006	2007 ^s	2008 ^p	2009 ^p
Südost-Asien ¹	5,9	4,9	5,5	5,7	4,7	5,1
Hongkong	8,5	7,1	7,0	6,3	5,4	5,0
Indonesien	4,9	5,7	5,5	6,3	5,4	5,5
Korea	4,7	4,2	5,0	4,9	4,2	4,9
Malaysia	6,8	5,0	5,9	6,3	6,2	5,8
Philippinen	6,4	4,9	5,4	7,3	5,3	5,4
Singapur	9,0	7,3	8,2	7,7	4,3	5,5
Taiwan	6,2	4,2	4,9	5,7	4,3	4,7
Thailand	6,3	4,6	5,1	4,8	5,1	5,1
China	10,1	10,4	10,7	11,4	9,5	8,5
Lateinamerika ¹	5,4	3,7	4,7	4,8	3,9	4,3
Argentinien	9,0	9,2	8,5	8,7	6,4	5,0
Brasilien	5,7	3,1	3,7	5,2	4,1	4,6
Chile	6,0	5,7	4,0	5,4	4,5	4,0
Mexiko	4,2	2,8	4,8	3,3	3,0	3,8
Russland	7,2	6,4	6,5	8,1	7,5	7,0
Aufgeführte Länder, exportgewichtet ²	7,4	6,6	7,1	7,7	6,5	6,3

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

genüber dem Dollar hat sich verstärkt. Im Februar 2008 war er um 8% höher bewertet als vor einem Jahr; gegenüber dem Euro hat er allerdings im gleichen Zeitraum um 4% abgewertet. Ferner hat die Zentralbank im Verlauf von 2007 ihren Leitzins sechs Mal um insgesamt 162 Basispunkte angehoben und die Kreditvergaberichtlinien verschärft. Mit der schwächeren Expansion in den USA und in Europa dürfte zudem das Exportwachstum nachlassen. Im ersten Quartal 2008 könnte der Produktionsanstieg aufgrund des ungewöhnlich frostreichen Winters geringer ausfallen. Alles in allem erwarten wir, dass das reale BIP in diesem Jahr um 9,5% und im kommenden Jahr um 8,5% wächst.

In den *asiatischen Schwellenländern* blieb die Konjunktur bis zum Jahresende 2007 durchweg kräftig, teilweise verstärkte sich die Expansion sogar. Schwächetendenzen waren lediglich in Singapur zu erkennen, dessen BIP saisonbereinigt sank. Die Erwartungen in der Industrie haben sich, wie aus Konjunkturumfragen hervorgeht, inzwischen spürbar eingetrübt, was angesichts des hohen Anteils der Exporte dieser Länder in die USA nicht überrascht. Die Lieferungen in die USA waren zuletzt bereits teilweise rückläufig. Spürbare Einbußen beim Export insgesamt sind jedoch bislang nicht

**Robuste Konjunktur
in den asiatischen
Schwellenländern**

zu erkennen, wohl auch weil die Länder ihre Exportstruktur inzwischen stark diversifiziert haben (ADB 2007: 55–56). Auch scheint die Binnennachfrage in den meisten Ländern intakt. Von daher erwarten wir keine allzu starke Verlangsamung der Expansion in dieser Region. Nach einem BIP-Wachstum um 5,7% im vergangenen Jahr prognostizieren wir eine Zunahme um 4,7% in diesem Jahr; für 2009 halten wir eine Expansion um 5,1% für wahrscheinlich (Tabelle 5).

Auch in *Lateinamerika* blieb die Konjunktur robust, selbst in Mexiko, das von den betrachteten Ländern wirtschaftlich am stärksten mit den USA verflochten ist. Zwar werden sich die Volkswirtschaften des Subkontinents nicht völlig der schwächeren Weltkonjunktur entziehen können. Allerdings profitieren sehr viele Länder von den anhaltend hohen Erlösen aus dem Geschäft mit Rohstoffen und landwirtschaftlichen Waren. In Argentinien war das hohe Wachstum auch auf überdurchschnittliche Ernten zurückzuführen (ECLAC 2008: 74), die dank der weltweit hohen Nachfrage zu steigenden Preisen abgesetzt werden konnten. Solange es nicht zu einem kräftigen Abschwung der Weltwirtschaft kommt, der die Notierungen für Rohstoffe unter Druck setzen würde, dürfte dies dafür sorgen, dass sich die Konjunktur in den lateinamerikanischen Ländern nicht sehr kräftig abschwächt, zumal China inzwischen ein wichtiger Abnehmer der Exporte ist. Wir erwarten für den Prognosezeitraum einen Zuwachs des BIP um 3,9 bzw. 4,3% nach 4,8% im Jahr 2007.

In *Russland* hat sich die gesamtwirtschaftliche Expansion im vergangenen Jahr nochmals auf 8,1% gegenüber dem Vorjahr erhöht. Besonders kräftig expandierte die Binnennachfrage. Der private Konsum wurde um 13% und die

**Anzeichen einer
„Dutch disease“
in Russland**

Investitionen um 21% ausgeweitet. Entsprechend stark nahmen auch die Importe zu. Da die Exporte, die vor allem von Rohstoffen dominiert werden, geringer zunahmen, ist der Außenhandelsüberschuss weiter zurückgegangen. Gleichwohl beschert der Rohölexport den öffentlichen Haushalten immer noch beträchtliche Einnahmen. Sie ermöglichten 2007 einen Anstieg der Staatsausgaben um 5%.

Wie für eine Volkswirtschaft mit hohen Einnahmen aus dem Rohstoffexport nicht untypisch, steigt die Industrieproduktion sehr langsam und ist die Produktivität gering. Folglich schlägt sich die reichliche Liquiditätsausstattung des Landes infolge der hohen nicht sterilisierten Exporterlöse vor allem in steigenden Preisen nieder. Die Inflationsrate hat sich auf über 12% im Januar erhöht und liegt damit deutlich über dem Zielwert von 8%. Nicht zuletzt deshalb hat die Notenbank die Zinsen leicht von 10 auf 10,25% angehoben, und es ist zu erwarten, dass weitere Schritte folgen. Die gesamtwirtschaftliche Expansion wird dies aber wohl kaum dämpfen, solange die Ölpreise – wie hier angenommen – hoch bleiben. Wir erwarten, dass sich die gesamtwirtschaftli-

che Expansion in Russland etwas auf 7,5% in diesem und 7,0% im kommenden Jahr verlangsamt.

2.4 Konjunktur im Euro-Raum in diesem Jahr schwächer

Die Konjunktur im Euro-Raum hat zum Jahresende 2007 leicht an Schwung verloren. Im vierten Quartal lag der Anstieg des realen BIP mit einer annualisierten Rate von 1,6% unter dem Trendwachstum, das auf etwa 2,0% geschätzt wird. Der private Konsum wurde angesichts der anziehenden Teuerung und der deshalb mäßigen Zunahme der Realeinkommen schwächer ausgeweitet als zuvor. Der Anstieg der Unternehmensinvestitionen wurde nicht zuletzt durch die verschlechterten Finanzierungsbedingungen etwas gedämpft, während der private Wohnungsbau von deutlichen Rückgängen in einigen Mitgliedsländern – insbesondere in Spanien – geprägt war. Der Außenhandel stützte hingegen die Expansion im Euro-Raum. Vor allem Lieferungen nach Großbritannien und nach Russland wuchsen rege. Die Arbeitslosigkeit ist im Januar 2008 auf 7,1% gesunken, das ist der niedrigste Stand seit der harmonisierten Erhebung. Im Jahresverlauf bedeutet dies einen Rückgang um 0,6%-Punkte. Im Vergleich zum Jahresbeginn 2007 hat sich der Abbau der Arbeitslosigkeit aber verlangsamt.

Die EZB hat den Leitzins seit Juni vergangenen Jahres unverändert auf 4,0% gelassen. Anders als die amerikanische Notenbank reagierte sie damit auf die steigenden Konjunkturrisiken nicht mit Zinssenkungen. Allerdings stellte sie in großem Umfang zusätzliche Liquidität bereit, womit sie ihre Funktion als *Lender of Last Resort* erfüllte. Die monetären Rahmenbedingungen für die Konjunktur haben sich wenig verändert. Zwar sind die kurzfristigen Realzinsen von knapp 3% im August 2007 auf unter 1,5% im Januar 2008 gefallen, und die Kapitalmarktzinsen sind seit Herbst leicht rück-

**EZB lässt Zinsen
unverändert ...**

Tabelle 6

Eckwerte der Konjunktur im Euro-Raum

2005 bis 2009; real; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %

	2005	2006	2007	2008 ^P	2009 ^P
Privater Verbrauch	1,5	1,7	1,7	1,3	2,0
Öffentlicher Verbrauch	1,5	2,0	2,4	1,6	1,9
Bruttoanlageinvestitionen	2,9	5,0	4,4	2,1	2,5
Inlandsnachfrage	1,8	2,9	2,8	1,5	2,1
Export	4,7	7,9	5,9	3,5	3,3
Import	5,4	7,7	5,1	3,2	3,7
Bruttoinlandsprodukt	1,6	2,7	2,6	1,8	2,1

Eigene Berechnungen nach Angaben von Eurostat. – ^PEigene Prognose.

läufig. Allerdings kam es zu den günstigeren Realzinsen in erster Linie durch einen Anstieg der Inflation und weniger durch sinkende Nominalzinsen. Zudem haben sich die Risikoprämien seit Herbst letzten Jahres nochmals etwas erhöht. Deutlich verschlechtert hat sich aufgrund der Aufwertung des Euro die außenwirtschaftliche Seite der monetären Rahmenbedingungen.

Insgesamt befindet sich die EZB weiterhin in einer geldpolitischen Zwickmühle. Einerseits haben die konjunkturellen Risiken zugenommen, was für sich genommen für eine Politik spricht, die auf bessere monetäre Rahmenbedingungen hinausläuft. Andererseits lag die laufende Inflationsrate Ende 2007 bei etwa 3%; also um 1%-Punkt über dem Inflationsziel der EZB. Auch wenn hier vorübergehende Effekte wie die Mehrwertsteuererhöhung in Deutschland wirksam waren und die Inflationserwartungen kaum zugenommen haben, muss die EZB eine Lohn-Preis-Spirale fürchten. Diese gilt es zu verhindern, zumal monetäre Indikatoren unverändert auf Risiken für die Preisstabilität in der langen und mittleren Frist hindeuten.

Aus unserer Sicht scheint daher eine weiterhin abwartende geldpolitische Haltung gerechtfertigt. Sollte die wirtschaftliche Schwächephase, wie von uns erwartet, nur relativ kurz und mild sein und die Konjunktur im zweiten Halbjahr 2008 wieder deutlich an Fahrt gewinnen, sollte die EZB aber nicht zögern, die Zinsen zu erhöhen, um Stabilitätsrisiken vorzubeugen. Sollte sich hingegen eine schwere Rezession in den USA abzeichnen, die die Expansion auch

**... hat aber noch
Munition, falls sich
die Konjunktur
verschlechtert**

in anderen Regionen, nicht zuletzt im Euro-Raum, spürbar dämpfen dürfte, hätte die EZB ihr Pulver noch nicht verschossen und könnte mit einer Zinssenkung die Konjunktur stützen. Dies wäre dann wohl ohne Gefahr für die Preisniveaustabilität möglich, weil aufgrund der in diesem Fall voraussichtlichen sinkenden gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung der Inflationsdruck abnehmen dürfte.

Die Lage der öffentlichen Haushalte der Länder des Euro-Raums hat sich im vergangenen Jahr spürbar verbessert. Das zusammengefasste Finanzierungsdefizit halbierte sich auf 0,8% in Relation zum BIP. Dies war aber vor allem konjunkturbedingt höheren Einnahmen zu danken. Bereinigt um konjunkturelle Effekte sowie um temporäre Maßnahmen in Italien³ fiel der Rückgang deutlich geringer aus. Dies liegt daran, dass unter den Ländern mit Haushaltsdefiziten nur Deutschland den „strukturellen“ Fehlbetrag um die im Stabilitäts- und Wachstumspakt geforderten 0,5%-Punkte zurückführte. Im laufenden Jahr dürften die Länder mit Haushaltsfehlbeträgen, mit Ausnahme Griechenlands und Maltas, dieser Verpflichtung erneut nicht nachkommen. Viel-

³ Dort hatten Mehrwertsteuerrückzahlungen auf Dienstwagen sowie die Übernahme von Schulden der Eisenbahn das Defizit im Jahr 2006 erhöht.

mehr haben sie eine Senkung der Steuern und Sozialabgaben beschlossen. Zudem steigern wohl einige Länder mit bisher ausgeglichenem Haushalt, wie Spanien, ihre Ausgaben deutlich. Insgesamt dürfte die Finanzpolitik im Euro-Raum leicht expansiv ausgerichtet sein. Für das kommende Jahr sehen die Haushaltspläne einen leicht restriktiven Kurs vor.

Aufgrund der nachlassenden Expansion der Weltwirtschaft und der kräftigen Aufwertung des Euro dürften die Ausfuhren in diesem Jahr langsamer steigen als bisher. Damit dürfte auch die Wirtschaft im Euro-Raum vorerst schwächer expandieren. Darauf deutet auch der Großteil der Indikatoren hin. Das Verbrauchervertrauen ist bereits seit dem Sommer vergangenen Jahres rückläufig. Zudem kommt es aufgrund der hohen Rohstoffpreise weiterhin zu einem Kaufkraftentzug, so dass der private Konsum wohl nur mäßig zunehmen wird. Die Investitionsnachfrage der Unternehmen wird dadurch belastet, dass die Banken inzwischen einen Teil der durch die Finanzmarktkrise erhöhten Refinanzierungskosten an die Kreditnehmer weitergeben (EZB 2008: 33–36). Im privaten Wohnungsbau deuten Indikatoren wie die Baugenehmigungen auf einen Rückgang in diesem Jahr hin. Insbesondere in Spanien findet bereits eine Korrektur der in den vergangenen Jahren aufgetretenen Übersteigerungen statt. Die Exporte werden sowohl von der konjunkturellen Eintrübung in den USA und Großbritannien als auch von der zurückliegenden Aufwertung⁴ beeinträchtigt. Damit dürfte die Außenwirtschaft keinen Wachstumsbeitrag leisten.

Für das kommende Jahr rechnen wir mit einer Erholung. Zum einen ist zu erwarten, dass die Finanzmarktkrise abklingt und die Risikoaufschläge wieder sinken. Die deshalb geringeren Finanzierungskosten dürften die Investitionstätigkeit stützen. Zum anderen belebt sich nach unserer Einschätzung die internationale Konjunktur, was die Exporttätigkeit stimulieren würde. Unter der hier getroffenen Annahme nicht mehr weiter steigender Rohstoffpreise ist auch zu erwarten, dass sich der Preisanstieg beruhigen wird, so dass die real verfügbaren Einkommen und damit die privaten Konsumausgaben etwas stärker zunehmen könnten.

**Erholung im
Euro-Raum erst im
kommenden Jahr**

Insgesamt rechnen wir mit einem Anstieg des BIP im Euro-Raum in diesem Jahr um 1,8% und 2009 um 2,1% (Tabelle 6). Damit würde die Expansion fürs Erste unterhalb des Trendwachstums bleiben. Die Arbeitslosenquote dürfte in diesem Jahr leicht auf 6,9% sinken, im Durchschnitt des kommenden Jahres erwarten wir eine Quote von 6,6%. Die Inflation dürfte in diesem Jahr 2,6% betragen und damit oberhalb der Rate liegen, die die EZB mit dem Ziel der

⁴ Nominal effektiv hat der Euro im vergangenen Jahr um mehr als 6% aufgewertet, wobei rund die Hälfte des Anstiegs auf das vierte Quartal entfällt.

Preisniveaustabilität für vereinbar hält. Für 2009 erwarten wir einen Rückgang der Teuerungsrate auf 2,2%.

2.5 Großbritannien wächst deutlich schwächer

In Großbritannien nahm im vergangenen Jahr das reale BIP zwar um 3,1 % zu und damit stärker als 2006. Allerdings hat sich die Dynamik im Jahresverlauf abgeschwächt. Insbesondere der für die britische Wirtschaft bedeutsamen Finanzsektor⁵ hat gegen Jahresende einen deutlich geringeren Beitrag zum Wachstum geleistet. Auf der Verwendungsseite hat der private Konsum an Tempo verloren, da er nicht mehr von Vermögensgewinnen profitierte. Die Immobilienpreise, gemessen am *Nationwide* Preisindex, sanken gegen Jahresende saisonbereinigt sogar leicht. Dadurch verloren die privaten Wohnungsbauinvestitionen deutlich an Fahrt. Zwar machte sich beim Export der Abschwung in den USA, dem bedeutendsten Empfängerland für britische Waren, bemerkbar. Aufgrund der mäßigen Inlandsnachfrage sanken die Importe jedoch noch stärker als die Ausfuhren, so dass das außenwirtschaftliche Defizit abnahm.

Die *Bank of England* hat auf die schwächere Konjunktur inzwischen reagiert und den Leitzins in zwei Schritten auf 5,25% gesenkt. Des Weiteren sieht sie die Gefahr einer spürbar eingeschränkten Kreditvergabe durch die Banken. So weist der *Credit Conditions Survey* im vierten Quartal 2007 bereits auf einen deutlichen Rückgang des Kreditangebots hin, insbesondere von Hypothekenkrediten (Bank of England 2007). Zugleich lag die Inflationsrate mit 2,2% im Januar im dritten Monat in Folge knapp über dem Zielwert. Zunächst

**Finanzsektor
drückt
BIP-Wachstum
in Großbritannien**

dürfte die deutliche Abwertung des Pfundes zu einem weiteren Anstieg der Inflation beitragen. In der mittleren Frist haben sich die Risiken für die Preisstabilität allerdings verringert, worauf u.a. das inzwischen deutlich schwächere Geldmengenwachstum hindeutet. Aus diesem Grund dürfte die Zentralbank auf Zinssenkungskurs bleiben, solange die Konjunkturaussichten gedämpft sind.

Die Lage der öffentlichen Finanzen hat sich verschlechtert, das Haushaltsdefizit dürfte im Fiskaljahr 2007/2008 (Ende: März 2008) auf 2,8% des BIP gestiegen sein. Das Budget sieht für das neue Fiskaljahr einen Ausgabenanstieg um nur noch 2% vor. Gleichzeitig steigt die Steuerbelastung aufgrund von Änderungen bei der Einkommensteuer und der Kapitalertragsteuer. Beides soll bewirken, dass das Defizit leicht sinkt. Allerdings geht die Regierung bei ihrer Haushaltsplanung nur von einer leichten Wachstumsverlangsamung im Pro-

⁵ In Großbritannien beträgt der Anteil der Finanzdienstleistungen an der gesamten Wertschöpfung mehr als 8%, während er in Deutschland bei etwa 3% liegt.

gnosezeitraum aus. Entsprechend dürfte der Fehlbetrag bei unveränderter Finanzpolitik größer werden, sollte sich die Konjunktur stärker abkühlen, was inzwischen allgemein erwartet wird.

Wir gehen davon aus, dass der private Konsum im Prognosezeitraum, ähnlich wie im Jahr 2005, bei nur noch schwach steigenden Immobilienpreisen an Fahrt verlieren wird. Zudem zeigt die verlangsamte Zunahme der Hypothekenkredite bereits einen nur noch mäßigen Anstieg der Wohnungsbauinvestitionen an. Stützend auf die Konjunktur wirkt wohl der Außenhandel. Er dürfte zwar einerseits unter der Abschwächung in den USA leiden, andererseits wird er aller Erfahrung nach von der zuletzt deutlichen Abwertung des Pfundes profitieren. Per saldo gehen wir von einem leichten Rückgang des Handelsbilanzdefizits aus. Insgesamt wird sich das BIP-Wachstum wohl auf 2,1% abschwächen und im nächsten Jahr wieder etwas beleben (2,3%).

2.6 Konjunktureller Höhepunkt in den neuen EU-Ländern überschritten

In den neuen EU-Mitgliedsländern hat sich die wirtschaftliche Dynamik im Gegensatz zu den alten EU-Staaten in der zweiten Hälfte von 2007 nicht verlangsamt. Getragen wurde die Expansion im Wesentlichen von der Binnennachfrage. Eine Ausnahme stellt nach wie vor Ungarn dar, wo nicht zuletzt aufgrund der restriktiven Finanzpolitik, die das überbordende Staatsdefizit einzudämmen versucht, sowohl der private Konsum als auch die Investitionen zurückgingen. Allerdings mehren sich die Anzeichen, dass die Volkswirtschaften der Region den zyklischen Höhepunkt erreicht oder bereits überschritten haben.

So hat sich die Arbeitsmarktsituation weiter verbessert. In einigen Ländern dürfte es bereits zu Engpässen kommen. Dementsprechend verstärkte sich teilweise der Lohnanstieg deutlich. Nicht zuletzt deshalb hat sich kurzfristig auch der Preisauftrieb erhöht. Dazu beigetragen haben auch die steigenden

**Erhöhter
Preisauftrieb in den
neuen EU-Ländern**

Preise für Rohöl und Nahrungsmittel. Zudem wurden in einigen Ländern die administrierten Preise oder die Steuern erhöht. Um dem zunehmenden Preisdruck zu begegnen, haben einige Notenbanken begonnen, die Zinsen zu erhöhen. Da die Inflationsraten aber auch noch zu Beginn dieses Jahres zum Teil deutlich über den Zielwerten der Notenbanken lagen, sind weitere Zins-schritte zu erwarten.

Das kräftige Wirtschaftswachstum im vergangenen Jahr hat den öffentlichen Haushalten deutliche Einnahmensteigerungen beschert. Die Mehreinnahmen wurden aber nur zum Teil genutzt, um die strukturellen Defizite beschleunigt abzubauen. Allerdings ist für dieses Jahr eine Fortsetzung des Kon-

Tabelle 7

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosigkeit in den neuen EU-Ländern¹									
2007 bis 2009									
	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote ²		
	2007 ^s	2008 ^P	2009 ^P	2007 ^s	2008 ^P	2009 ^P	2007 ^s	2008 ^P	2009 ^P
	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %						in %		
Polen	6,5	4,9	4,5	2,6	3,8	3,4	9,6	8,6	8,3
Tschechien	5,8	4,8	4	3	4	3,5	5,3	5	5,2
Ungarn	1,3	2,1	3,5	7,9	6,5	6	7,2	7,2	7
Rumänien	6	5,5	5	4,9	8	7,5	6,5	6,7	7
Slowakei	8,7	8	7,1	1,9	3,5	3	11,3	11,5	12
Bulgarien	6,3	5,8	5,5	7,6	8	6,5	6,9	6,2	6
Estland	7,8	5,7	5,6	6,7	9	7,5	4,9	5,3	5,5
Lettland	10,2	9	8,1	10,1	13	11	5,9	5,5	5,5
Litauen	8,8	8	7,5	5,8	7	4,5	4,3	4	4
Insgesamt ³	6,0	5,0	4,8	4,1	5,2	4,6	7,8	7,4	7,3

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

solidierungskurses angekündigt, wenn auch in den einzelnen Ländern in unterschiedlichem Ausmaß.

Ungünstigere weltwirtschaftliche Rahmenbedingungen, eine restriktivere Geldpolitik und hier und dort auch Knappheiten auf dem Arbeitsmarkt dürften dazu beitragen, dass sich die gesamtwirtschaftliche Expansion im Prognosezeitraum verlangsamt. Hinzu kommt, dass die kräftigen Preissteigerungen den Anstieg der Realeinkommen dämpfen und dies voraussichtlich den privaten Konsum belasten wird. In einigen Ländern, so in Tschechien, war dies gegen Jahresende bereits spürbar. Da allerdings davon auszugehen ist, dass die Aufholprozesse in diesen Ländern noch nicht abgeschlossen sind, wird die zugrunde liegende Wachstumsdynamik dennoch hoch bleiben. Damit dürfte es lediglich zu einer Dämpfung des Wachstums kommen. Für dieses Jahr prognostizieren wir eine Zunahme des BIP um 5,0% und für das kommende eine um 4,8% (Tabelle 7).

Literatur

- ABARE – Australian Bureau of Agricultural and Resource Economics (ed.) (2007), *Commodities Outlook. Australian Commodities 07.4*. Internet: www.abareconomics.com/publications_html/ac/ac_07/ac_dec07.pdf, Download vom 11.3.2008.
- ADB – Asian Development Bank (ed.) (2007), *Asia Economic Monitor 2007 – Is Emerging East Asia Decoupling from the US?* Manila, Philippines. Internet: <http://>

- aric.adb.org/pdf/aem/dec07/Dec%20AEM%20complete%20131207.pdf, Download vom 11.3.2008.
- Bank of England (ed.) (2007), *Credit Conditions Survey 2007 Q4*. London. Internet: www.bankofengland.co.uk/publications/other/monetary/creditconditionssurvey080103.pdf, Download vom 11.3.2008.
- Blanchard, O. and R.Perotti (2002), An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output. *Quarterly Journal of Economics* 117: 1329–1368.
- ECLAC – Economic Commission for Latin America and the Caribbean (ed.) (2008), *Preliminary Overview of the Economies of Latin America and the Caribbean 2007*. Santiago, Chile. Internet: www.eclac.cl. Download vom 29.2.2008.
- EZB – Europäische Zentralbank (ed.) (2008), *Monatsberichte* 2008 (1).
- Filardo, A.J. (1994), Business-Cycle Phases and Their Transitional Dynamics. *Journal of Business & Economic Statistics* 12 (3): 209–308.
- Hall R. et al. (2001), *The Business-Cycle Peak of March 2001*. Business Cycle Dating Committee, National Bureau of Economic Research. November 26, 2001. Cambridge, MA. Internet: www.nber.org/cycles/november2001/, Download vom 12.3.2008.
- Hamilton, J.D. (1989), A New Approach to the Economic Analysis of Nonstationary Time Series and the Business Cycle. *Econometrica* 57 (2): 357–384.
- IMF – International Monetary Funds (ed.) (2008), *World Economic Outlook Update*. January 2008. Washington, DC. Internet: www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/update/01/pdf/0108.pdf, Download vom 11.3.2008.
- o.V. (2008), Subprime storm pelts Japan's big financial institutions with losses. *Nikkei Weekly* 2322 (4 Feb).
- Reinhart, C.M. and K.S. Rogoff (2008), Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison. NBER Working Paper 13761. Cambridge, MA. Internet: www.nber.org/papers/w13761, Download vom 11.3.2008.
- Romer, C.D. and D.H. Romer (2007), *The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates Based on a New Measure of Fiscal Shocks*. July 2007. Internet: www.econ.berkeley.edu/~cromer/RomerandRomer707.pdf, Download vom 11.3.2008.
- Schmidt, T. und Zimmermann, T. (2007), Why are the Effects of Recent Oil Price Shocks so Small? Ruhr Economic Papers #29. RWI, Essen.
- UNO – United Nations Organisation (ed.) (2008), *Decoupling from the United States? World Economic Situation and Prospects 2008*. New York. Internet: www.un.org/esa/policy/wesp/wesp2008files/wesp2008.pdf, Download vom 11.3.2008.