

Döhrn, Roland; Kitlinski, Tobias; Schmidt, Torsten; Vosen, Simeon; Zimmermann, Tobias

## Article

# Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland: Nachlassende Expansion der Weltwirtschaft

RWI Konjunkturberichte

## Provided in Cooperation with:

RWI – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung, Essen

*Suggested Citation:* Döhrn, Roland; Kitlinski, Tobias; Schmidt, Torsten; Vosen, Simeon; Zimmermann, Tobias (2008) : Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland: Nachlassende Expansion der Weltwirtschaft, RWI Konjunkturberichte, ISSN 1861-6305, Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung (RWI), Essen, Vol. 59, Iss. 2, pp. 99-123

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/61074>

### 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, Tobias Kitlinski, Torsten Schmidt, Simeon Vosen und Tobias Zimmermann**

## **Die wirtschaftliche Entwicklung im Ausland: Nachlassende Expansion der Weltwirtschaft<sup>1</sup>**

### **Kurzfassung**

Die internationale Konjunktur hat sich in der ersten Jahreshälfte 2008 weiter abgekühlt. Offenbar machen sich die Finanzmarkturbulenzen, der Verfall der Immobilienpreise in den USA und anderen Ländern und der Anstieg der Energie-, Rohstoff- und Nahrungsmittelpreise, die die Weltwirtschaft schon seit dem Sommer vergangenen Jahres belasten, mehr und mehr bemerkbar. Das Weltsozialprodukt dürfte im zweiten Quartal (gewichtet mit Kaufkraftparitäten) um nur 3,8% zugenommen haben, der geringste Anstieg seit 2003. Dies ist in allen Regionen spürbar.

Der Rückgang der Frühindikatoren deutet darauf hin, dass die Phase weltweit schwacher Expansion in der zweiten Jahreshälfte anhalten wird. Allerdings erwarten wir keinen generellen Einbruch. Dagegen sprechen neben der vielerorts expansiven Geld- und Finanzpolitik, dass sich in den USA keine Kontraktion abzeichnet und dass die Wirtschaft in den Schwellenländern wohl langsamer wächst, aber voraussichtlich nicht in eine Rezession gerät. Zwar gehen von den Rohstoffpreisen keine Teuerungsimpulse mehr aus – jedoch verstärkt sich vielerorts der binnenwirtschaftliche Preisauftrieb. Damit bleibt die Teuerung vorerst wohl hoch und dürfte die Realeinkommen weiterhin belasten.

Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion weltweit vorerst nur verhalten ausgeweitet wird. Im kommenden Jahr dürften die Auftriebskräfte stärker werden, so dass die Expansion an Fahrt gewinnt. Für die USA gehen wir davon aus, dass der Rückgang der Wohnungsbauinvestitionen auslaufen wird und die übrigen Investitionen wieder kräftiger zulegen. Das BIP dürfte dort um 1,7% zunehmen nach 1,9% in diesem Jahr. Im Euro-Raum dürften im Verlauf von 2009 wieder Impulse von der Außenwirtschaft kommen, da der Euro inzwischen deutlich gegenüber dem Dollar abgewertet hat. Auch steigen die Realeinkommen bei rückläufiger Inflation voraussichtlich wieder. Belastend wirkt in manchen Ländern, so

---

<sup>1</sup> Abgeschlossen am 12. September 2008. Anmerkungen zu früheren Fassungen gaben Wim Kösters und Joachim Schmidt. Für technische Unterstützung bedanken wir uns bei Timo Halbach, Anette Hermanowski, Michael Kind, Waltraud Lutze, Thomas Michael, Gabriele Pomorin, Renate Racz, Daniela Schwindt und Benedict Zinke.

Tabelle 1

<b>Eckwerte zur internationalen Konjunktur</b>			
2007 bis 2009; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %			
	2007	2008 <sup>P</sup>	2009 <sup>P</sup>
Bruttoinlandsprodukt, real			
Euro-Raum	2,6	1,3	0,9
Großbritannien	3,1	1,3	0,3
USA	2,0	1,9	1,7
Japan	2,0	1,1	1,7
Industrieländer insgesamt	2,4	1,5	1,4
Verbraucherpreise			
Euro-Raum	2,1	3,5	2,6
Großbritannien	2,3	3,7	2,5
USA	2,9	4,6	2,9
Japan	0,0	1,6	1,7
Industrieländer insgesamt	2,2	3,7	2,6
Welthandel <sup>1</sup>	5,8	4,5	5,0
Rohölpreis (Brent, \$/b) <sup>2</sup>	72,7	110	105
Dollarkurs (\$/€) <sup>2</sup>	1,37	1,49	1,42

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.

in Spanien, weiterhin der Verfall der Immobilienpreise. Die Wirtschaft des Euro-Raums dürfte 2009 um 1,0% wachsen nach 1,3% in diesem Jahr.

## 1. Überblick

### 1.1 Höhere Inflation, geringerer Produktionsanstieg

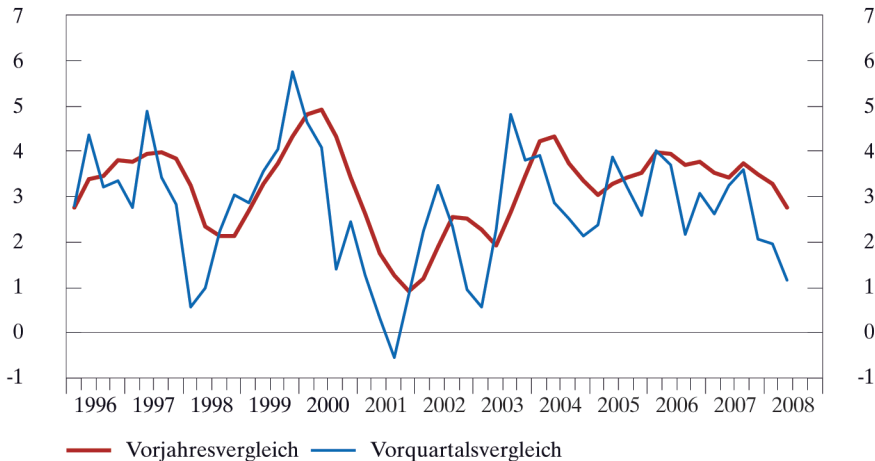
Die internationale Konjunktur hat sich in der ersten Hälfte des Jahres 2008 weiter abgekühlt. Offenbar machen sich die Faktoren, die die Weltwirtschaft schon seit dem Sommer vergangenen Jahres belasten, mehr und mehr und inzwischen in nahezu allen Ländern und Regionen bemerkbar. Das Weltsozialprodukt, in dem wir die Wirtschaftsleistung der gewichtigsten Volkswirtschaften zusammenfassen, dürfte im zweiten Quartal – gewichtet mit Kaufkraftparitäten – um nur noch 3,8% zugenommen haben; das wäre die geringste Steigerung seit 2003 (Schaubild 1). In dieses Bild passt auch, dass die Hausse an den Rohstoffmärkten wohl zu Ende gegangen ist und die Preise vielfach fallen, zum Teil sogar recht deutlich (Schaubild 2).

Dämpfend auf die Konjunktur wirken insbesondere die Immobilienkrise in den USA und die Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten. Durch die anhaltenden Probleme im Finanzsektor sind viele Banken bei der Kreditvergabe restriktiver geworden (ECB 2008; Fed 2008), was die Investitionsmöglichkeiten der Unternehmen einschränken dürfte. Zudem ist es in Ländern wie z.B. Spanien und Großbritannien, in denen es Übersteigerungen im

Schaubild 1

**Wachstum des Welt-Sozialprodukts<sup>1</sup>**

1996 bis 2008; in %



Eigene Berechnungen nach Angaben internationaler Institutionen. – <sup>1</sup>Durchschnitt der Veränderungsrate des realen BIP von 47 Ländern, gewichtet mit dem BIP in Dollar des Jahres 2005. Vorquartalsraten ohne China und Indien. Zweites Quartal 2008 teilweise geschätzt.

Immobilienmarkt gab, zu spürbaren Korrekturen bei den Wohnungsbauinvestitionen gekommen.

Die Abschwächung in den USA griff über eine schwächere Importnachfrage auch auf jene Länder über, in denen der Export bisher ein wesentlicher Motor der Expansion war. So war das BIP in Japan sowie in einer Reihe von europäischen Ländern im zweiten Quartal 2008 saisonbereinigt rückläufig, und auch China bekommt die nachlassende Nachfrage aus den USA zu spüren.

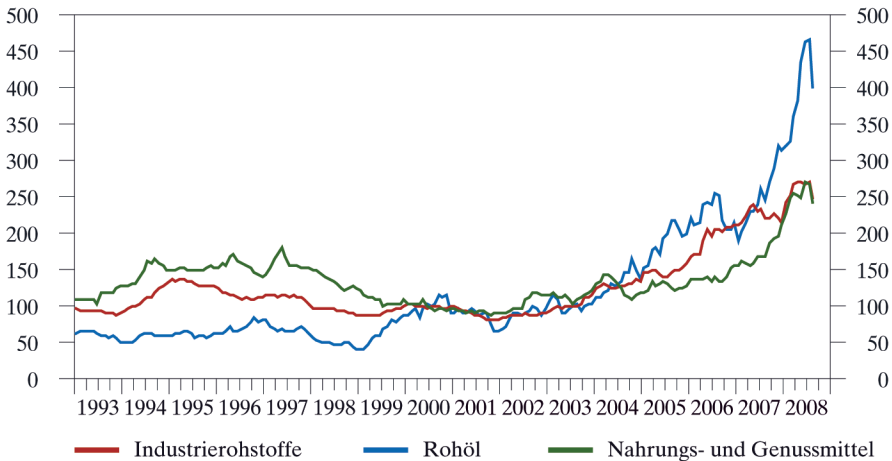
**Schwächere  
Importnachfrage  
der USA greift auf  
andere Länder über**

Belastet wird die Weltkonjunktur zudem durch die bis zur Jahresmitte stark gestiegenen Preise für Rohstoffe und Nahrungsmittel. Sie haben dazu geführt, dass sich die Inflation weltweit spürbar verstärkte und der Anstieg der Realeinkommen gedämpft wurde. Zwar verteuerten sich Rohöl und Metalle schon seit geraumer Zeit, zunächst waren die Belastungen für die Weltwirtschaft aber wohl gering, weil einem Einkommensentzug in den Industriestaaten Einkommensgewinne – und damit steigende Einfuhren – der Rohstoff exportierenden Länder gegenüberstanden. Mit dem Anstieg der Nahrungsmittelpreise scheint die Rohstoffverteuerung allerdings eine andere Dimension erreicht zu haben. Sie hat wohl dazu beigetragen, dass sich nun die Expansion auch in

Schaubild 2

**Rohstoffpreise**

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



Eigene Berechnungen nach Angaben des HWWI.



den meisten Schwellenländern Asiens und in den mittel- und osteuropäischen Ländern verlangsamt<sup>2</sup>. Dort dürfte die Verteuerung der Agrargüter besonders stark zu Buche schlagen. In diesen Ländern entfällt ein hoher Anteil der Konsumausgaben auf Nahrungsmittel, so dass die Inflationseffekte und damit auch die Belastungen für die Realeinkommen größer sind als in den Industriestaaten.

Die Geldpolitik befindet sich bei ungünstigeren Konjunkturaussichten einerseits und anhaltenden Inflationsproblemen andererseits in einer schwierigen Situation: Während eine sinkende gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung den Inflationsdruck verringern dürfte und damit Spielraum für Zinssenkungen eröffnet, erfordert der Preisanstieg die Wach-

**Geldpolitik wirkt trotz höherer Zinsen nicht restriktiv**

<sup>2</sup> Noch stärker getroffen sind wohl die Entwicklungsländer, deren hohes Wachstum in den vergangenen Jahren durchaus ein stabilisierendes Element für die Weltwirtschaft war (World Bank 2008).

nicht deutlich zugenommen. Im Gegenteil, angesichts der hohen Inflation dürften die kurzfristigen Realzinsen in vielen Ländern inzwischen sogar negativ sein. Aus dieser Sicht verstärkt die Geldpolitik – im Unterschied zu früheren Konjunkturphasen – derzeit wohl die Abschwächung nicht.

Die Finanzpolitik ist in vielen Ländern auf einen expansiveren Kurs eingeschwenkt. Besonders deutlich ist dies in den USA, wo ein Programm zur Stützung der Konjunktur bereits umgesetzt wurde. In anderen Ländern, wie Japan und Spanien sind solche Programme bereits verabschiedet oder zumindest geplant.

## 1.2 Allmähliche Belebung im Jahr 2009

Der Rückgang der Frühindikatoren in zahlreichen Ländern deutet darauf hin, dass das Wachstum weltweit in der zweiten Jahreshälfte schwach bleiben wird. So haben sich die Erwartungen der Unternehmen inzwischen spürbar eingetrübt und die Auftragseingänge sind vielfach gesunken. Gegen einen sehr deutlichen Rückgang des Produktionszuwachses spricht allerdings, neben der vielerorts expansiven Geld- und Finanzpolitik, dass die USA – entgegen manchen Befürchtungen – nicht in eine Rezession abgleiten dürften. So zeigt ein neues Klassifikationsverfahren des NBER (Leamer 2008) für die USA derzeit noch keine Kontraktion an. Hier war das BIP im vierten Quartal vergangenen Jahres zwar leicht geschrumpft, seitdem wächst es aber wieder. Treibende Kraft war neben den privaten Konsumausgaben vor allem der Außenbeitrag, der von rückläufigen Importen und rasch steigenden Exporten gleichermaßen profitierte. Zudem hat sich die Expansion in den Schwellenländern zwar verlangsamt, ein Abschwung zeichnet sich dort aber nicht ab.

Allerdings bleibt die Teuerung, die sich bis zur Jahresmitte in nahezu allen Ländern der Welt verstärkt hat (Schaubild 3), vorerst aller Voraussicht nach hoch und dürfte damit die Realeinkommen weiterhin belasten. Jedenfalls hat sich der Anstieg der Erzeugerpreise bis zuletzt beschleunigt; dennoch scheinen die Kostensteigerungen noch nicht vollständig an die Endverbraucher weitergegeben zu sein. Zudem verstärkt sich in einer Reihe von Volkswirtschaften inzwischen der Lohnanstieg, auch weil im Zuge des vielerorts kräftigen Aufschwungs die Beschäftigungslage häufig gut war und deshalb mit Blick auf die anziehende Teuerung höhere Lohnforderungen durchgesetzt werden konnten. Hinzu kommen Lohnindexierungen in einigen Ländern. Vor diesem Hintergrund dürften die seit Juli wieder rückläufigen Rohstoffpreise die Inflation in den kommenden Monaten zwar dämpfen, jedoch dürfte der binnenwirtschaftlich determinierte Preisauftrieb stärker werden.

---

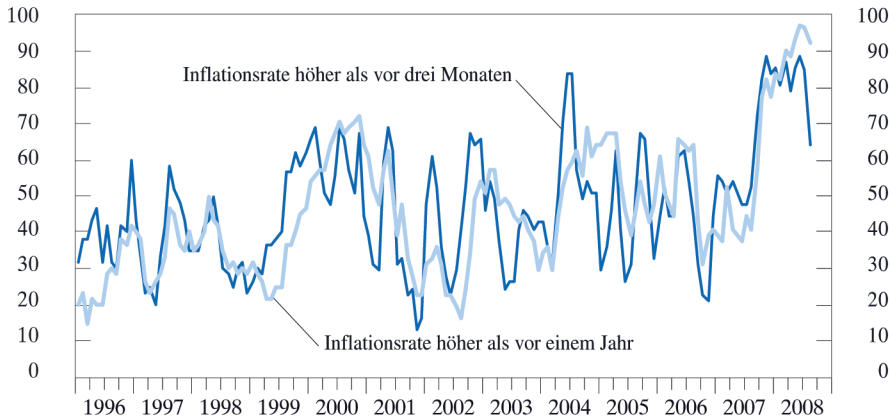
**Konjunktur bleibt  
in der zweiten  
Hälfte 2008 wohl  
weltweit schwach**

---

Schaubild 3

**Globales Inflationsklima**

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



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



Die Teuerung im kommenden Jahr hängt allerdings auch wesentlich davon ab, ob die Notierungen an den Rohstoffmärkten weiter sinken. Für einen fortgesetzten Rückgang sprechen die mit der schwächeren Konjunktur nachlassende Nachfrage und der begonnene Ausbau der Förderkapazitäten bei vielen Rohstoffen. Gegen ein allzu starkes Sinken spricht allerdings, dass neue Förderstätten erst nach einer relativ langen Entwicklungszeit in Produktion gehen, zumal Engpässe bei der Herstellung entsprechender Ausrüstungsgüter zu bestehen scheinen (ABARE 2008: 421). Zudem wird die Nachfrage nach Rohstoffen derzeit von den Schwellenländern getragen, allen voran von China. Dort ist die „Rohstoffintensität“ des Wachstums sehr hoch. Selbst wenn sich die Expansion dort verlangsamt, dürfte die Nachfrage nach Rohstoffen weiterhin zunehmen. Hinzu kommt im Falle von agrarischen Rohstoffen deren vermehrter Einsatz zur Erzeugung von Biodiesel und Bioethanol, der unabhängig von der Konjunktur gesteigert werden dürfte<sup>3</sup>. Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass die Rohstoffpreise nur noch wenig nachgeben und sich weiter auf dem gegenwärtigen, im längerfristigen Vergleich hohen Niveau bewegen. Für den Rohölpreis (Brent) ist für den Prognose-

**Weiterhin hohe  
„Rohstoffinten-  
sität“ des  
Wachstums der  
Schwellenländer**

<sup>3</sup> Ferner haben einige Ländern inzwischen protektionistische Maßnahmen ergriffen, mit denen sie die Ausfuhr von Nahrungsmitteln begrenzen, um die Marktversorgung im Inland zu verbessern (World Bank 2008: 2).

zeitraum ein Preis von 105 \$/b unterstellt, woraus sich ein Jahresdurchschnitt von 110 \$/b in diesem und von 105\$/b im kommenden Jahr ergibt.

Bei vorerst hoher Inflation und anziehenden Inflationserwartungen gehen wir davon aus, dass es vorerst wohl keine Zinssenkungen mehr geben wird, sondern in manchen Ländern die Zinsen sogar abermals angehoben werden. Erst im kommenden Jahr kann es bei nachlassendem Inflationsdruck zu Zinssenkungen kommen. Für den Euro-Raum nehmen wir an, dass die EZB eine abwartende Haltung einnimmt und die Zinsen zunächst unverändert lässt. Im kommenden Jahr könnte es bei nachlassender Inflation und unterausgelasteten Kapazitäten zu einer Zinssenkung kommen.

Unter diesen Annahmen erwarten wir, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion weltweit vorerst nur verhalten ausgeweitet wird. Das Weltsozialprodukt dürfte – gewichtet mit dem BIP in Dollar – um knapp 2,5% zunehmen, wobei sich die Expansion im Jahresverlauf 2008 abschwächen dürfte. Für das kommende Jahr erwarten wir, dass insbesondere in den USA, aber auch in zahlreichen europäischen Ländern die Auftriebskräfte stärker werden und das Wachstum allmählich wieder zunimmt. Aufgrund des statistischen Unterhangs dürfte der Zuwachs im Jahresdurchschnitt allerdings mit 2,4% etwas geringer sein als in diesem Jahr. Für den Welthandel mit Waren prognostizieren wir ein Wachstum um 4,5% in diesem und 5,0% im kommenden Jahr.

### 1.3 Risiken

Die vorliegende Prognose weist, wie üblich, Risiken nach oben und nach unten auf. Beträchtliche Abwärtsrisiken resultieren aus der weiterhin bestehenden Unsicherheit über den künftigen Verlauf der Immobilien- und Finanzmarktkrise in den USA. So ist nicht auszuschließen, dass sich die Belastungen der privaten Haushalte durch steigende Hypothekenzinsen und fallende Immobilienpreise weiter verstärken. Auch könnten die Probleme im Finanzmarkt auf andere Segmente, z.B. Kreditkartenkredite oder Automobilfinanzierungen, übergreifen. Sollte dies eintreten, dürfte der Bankensektor die Kreditvergabe an Haushalte und Unternehmen weiter einschränken. Zusammen mit der steigenden Arbeitslosigkeit könnte der private Konsum dadurch stärker belastet werden als in der Prognose unterstellt, und die Investitionstätigkeit würde deutlicher nachlassen.

Allerdings war die Expansion in den USA zuletzt wider Erwarten kräftig, und es ist daher denkbar, dass die Auftriebskräfte der USA bereits wieder höher sind als hier prognostiziert. Insbesondere wenn der Exportboom anhalten sollte, könnte sich die Expansion schneller durchsetzen, wenngleich damit die Immobilienkrise nicht ausgestanden wäre.

Beträchtliche Unsicherheit besteht auch über die Rohstoffmärkte. Chancen eröffnet der jüngste Rückgang der Notierung. Sollte er sich fortsetzen, würden



Tabelle 2

<b>Veränderung des Bruttoinlandsprodukts ausgewählter Industrieländer im Jahresverlauf</b> 2006 bis 2009; annualisierte Raten in %								
	2006		2007		2008 <sup>P</sup>		2009 <sup>P</sup>	
	1. Hj.	2. Hj.	1. Hj.	2. Hj.	1. Hj.	2. Hj.	1. Hj.	2. Hj.
Euro-Raum	1,50	4,25	1,75	3,25	1,75	0,00	0,75	2,00
Großbritannien	3,25	3,00	3,25	2,50	1,00	0,50	0,25	0,25
USA	3,50	1,50	1,75	3,50	1,25	1,50	1,25	2,75
Japan	3,25	2,00	2,00	2,50	0,75	1,50	0,50	2,00
Insgesamt	2,75	2,75	1,75	3,25	1,25	0,75	1,00	2,25

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

sich die außenwirtschaftlichen Rahmenbedingungen für die Rohstoffe importierenden Länder verbessern. Allerdings bleiben auch Risiken. Bei Agrargütern ist schwer zu beurteilen, welcher Teil des Preisanstiegs Folge von Ernteauffällen war, welcher der boomenden Weltkonjunktur geschuldet ist und welcher auf grundlegende Verschiebungen wie das veränderte Konsumentenverhalten in den Schwellenländern oder die Produktion von Biokraftstoffen, zurückzuführen ist. Da damit auch die Nutzungskonkurrenz um Agrarflächen zunimmt, ist nicht auszuschließen, dass die Produktion mancher Agrargüter ausgeweitet wird und deren Preise sinken, während andere sich verteuern, weil das Angebot geringer wird<sup>4</sup>. Bei Industrierohstoffen könnten manche Anbieter das Angebot verknappten, um das Preisniveau zu halten. Der jüngste Beschluss der OPEC, die Ölförderung zu drosseln, weist jedenfalls in diese Richtung. Somit könnte sich der Preisauftrieb auf den Rohstoffmärkten ungeachtet der konjunkturellen Abschwächung bald schon wieder fortsetzen und die verfügbaren Einkommen deutlich stärker belasten als angenommen. Damit würde auch das Risiko zunehmen, dass es in einigen Ländern zu Lohn-Preisspiralen kommt. In diesem Fall wären die Notenbanken wohl gezwungen, die Zinsen deutlich anzuheben, womit sie die Konjunktur zusätzlich belasten dürften, ja möglicherweise eine Rezession überhaupt erst auslösen konnte (Meltzer 2008).

**Inflationsrisiken  
noch nicht gebannt**

## 2. Die Regionen im Einzelnen

### 2.1 Konjunktur in den USA hat die Talsohle wohl erreicht

In den USA wurde die Produktion im zweiten Quartal überraschend kräftig ausgeweitet. Das BIP nahm mit einer annualisierten Rate von 3,2% gegen-

<sup>4</sup> So wird in den USA anscheinend die Baumwollproduktion zu Gunsten von Mais, das für die Herstellung von Bioethanol verwendet wird, eingeschränkt. Deshalb werden steigende Baumwollpreise prognostiziert (ABARE 2008: 359).

Tabelle 3

<b>Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Industrieländern</b>									
2007 bis 2009									
	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise <sup>1</sup>			Arbeitslosenquote <sup>2</sup>		
	2007	2008 <sup>P</sup>	2009 <sup>P</sup>	2007	2008 <sup>P</sup>	2009 <sup>P</sup>	2007	2008 <sup>P</sup>	2009 <sup>P</sup>
	Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %						in %		
Deutschland	2,5	1,7	0,7	2,3	3,0	2,3	8,4	7,5	7,3
Frankreich	1,9	1,2	1,1	1,6	3,2	2,0	8,3	7,4	7,8
Italien	1,5	0,3	0,5	2,0	3,6	2,7	6,8	6,4	6,5
Spanien	3,8	0,6	0,7	2,8	4,6	3,1	8,3	10,2	11,6
Niederlande	3,5	2,3	1,4	1,6	2,7	2,7	3,2	3,5	4,0
Belgien	2,7	1,6	1,4	1,8	4,6	3,6	7,5	7,0	7,0
Österreich	3,4	2,2	1,8	2,2	3,7	2,7	4,4	3,7	3,9
Finnland	4,4	2,5	2,0	1,6	3,9	2,7	6,9	6,3	6,0
Griechenland	4,1	2,8	2,1	3,0	4,3	3,3	8,9	8,3	8,2
Portugal	1,8	1,2	1,0	2,4	2,8	2,2	8,0	7,7	8,2
Irland	4,9	0,0	0,6	2,9	4,0	3,1	4,5	5,2	6,5
Luxemburg	5,2	2,8	2,6	2,7	4,5	3,0	4,7	5,0	5,3
Slowenien	6,0	4,5	4,0	3,8	5,9	3,5	4,7	4,4	4,6
Malta	3,1	2,7	2,9	0,7	3,9	2,6	6,3	6,5	6,8
Zypern	4,4	3,6	3,4	2,2	1,7	3,6	3,9	4,2	4,3
Euro-Raum <sup>3</sup>	2,6	1,3	1,0	2,1	3,5	2,6	7,4	7,6	7,8
Großbritannien	3,1	1,3	0,3	2,3	3,7	2,5	5,4	5,6	6,1
Schweden	2,8	2,0	2,2	2,2	3,5	2,6	6,2	5,7	5,6
Dänemark	1,8	1,2	1,0	1,7	3,2	2,3	3,8	2,9	3,3
EU-18	2,7	1,3	0,9	2,2	3,5	2,6	7,3	6,9	7,2
Neue EU-Länder <sup>4</sup>	6,2	5,2	4,8	4,2	6,1	4,6	7,7	7,5	6,9
EU	2,9	1,6	1,2	2,2	3,7	2,7	7,9	7,0	7,1
Schweiz	3,1	2,1	1,5	0,7	2,5	1,5	3,6	3,7	3,9
Norwegen	3,5	3,0	2,5	0,8	3,2	2,4	2,5	2,7	2,9
Westeuropa <sup>3</sup>	2,7	1,4	1,0	2,1	3,5	2,5	5,8	5,5	5,7
USA	2,0	1,9	1,7	2,9	4,6	2,9	4,6	5,6	5,5
Japan	2,0	1,1	1,7	0,0	1,6	1,7	3,9	4,1	4,2
Kanada	2,7	1,2	2,3	2,1	3,2	2,2	6,0	6,2	6,4
Insgesamt <sup>3</sup>	2,4	1,5	1,4	2,2	3,7	2,6	5,2	5,4	5,5

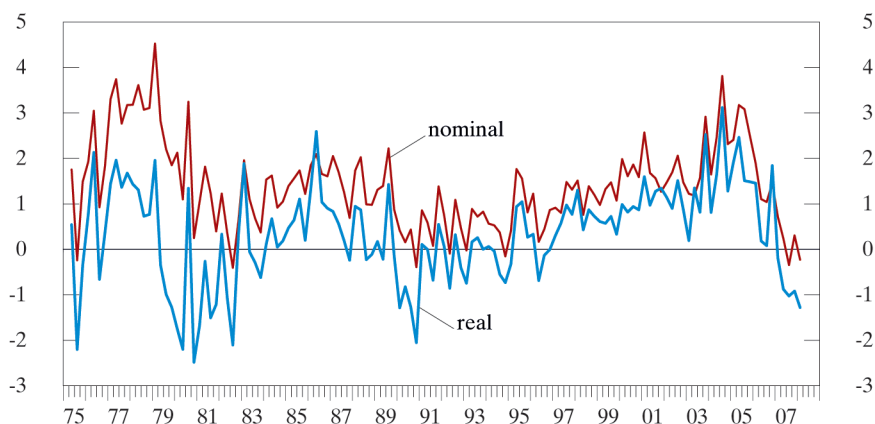
Eigene Berechnungen nach Angaben von Eurostat und nationalen Quellen. – <sup>1</sup>Westeuropäische Länder (außer Schweiz): Harmonisierte Verbraucherpreisindizes. – <sup>2</sup>Standardisiert. – <sup>3</sup>Gewogener Durchschnitt der aufgeführten Länder. – <sup>4</sup>Zu den Ländern vgl. Tabelle 7. –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

über dem Vorquartal zu. Der Anstieg des privaten Konsums verstärkte sich wieder, wohl vor allem aufgrund der Steuererstattungen. Wichtigste Stütze der Konjunktur ist aber derzeit der Außenhandel. Zum einen wurden die Exporte deutlich ausgeweitet, insbesondere wohl weil die Wettbewerbsfähigkeit amerikanischer Unternehmen aufgrund der jüngsten Abwertung des US-Dollar zugenommen hat. Zum anderen gingen die Importe zurück, auch weil

Schaubild 4

**Immobilienpreise in den USA**

1975 bis 2008; Veränderung gegenüber dem Vorquartal in %



Eigene Berechnungen nach Angaben den BEA und des OFHEO.



sich der Anstieg der Inlandsnachfrage verlangsamte. Der Verfall der Immobilienpreise (Schaubild 4) reduzierte das Vermögen der privaten Haushalte. Zudem hielt der starke Rückgang der Wohnungsbauminvestitionen an. Beides zusammengenommen dürfte dazu beigetragen haben, dass sich die übrigen Investitionen ebenfalls abschwächten.

**Exporte stützen  
Konjunktur  
in den USA**

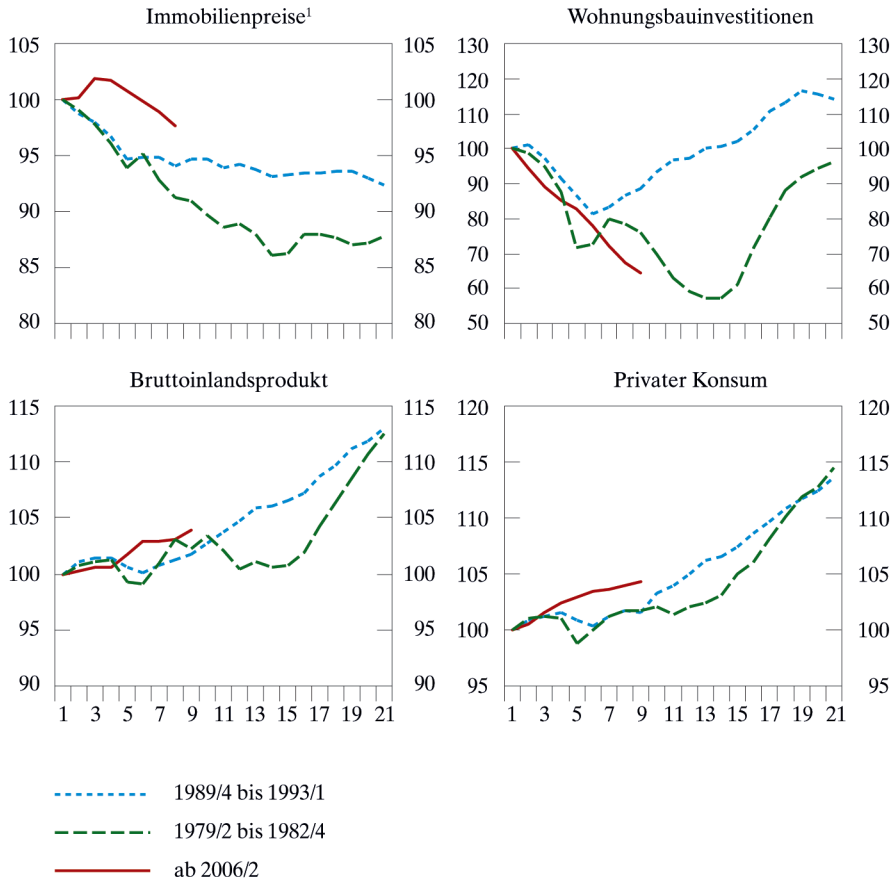
Trotz der kräftigen Ausweitung der Produktion im zweiten Quartal ist es zu früh, um von einer Überwindung der Schwäche auszugehen. Dafür spricht auch die Situation auf dem Arbeitsmarkt; seit Beginn des Jahres ist die Zahl der Beschäftigten leicht gesunken, während die Arbeitslosenquote auf 6,1% im August gestiegen ist. Dies war in der Vergangenheit stets nur im Vorfeld einer Rezession zu beobachten (Döhrn et al. 2008: 15). Gleichzeitig hat sich der Preisauftrieb weiter verstärkt. Die Inflation war im Juli mit 5,5% so hoch wie zuletzt 1991. Darin dürften sich zwar vor allem die steigenden Preise für Energie und Nahrungsmittel niederschlagen. Aber auch die Kerninflation hat sich weiter – wenn auch nur leicht – erhöht. Die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte jedenfalls dürften in realer Rechnung zurückgehen.

Die Geldpolitik hat in den vergangenen Monaten die Stabilisierung des Finanzsektors und die konjunkturellen Risiken höher gewichtet als die Gefahr einer Verfestigung der Inflation. Die Notenbank hat seit der Senkung Ende

Schaubild 5

**Ausgewählte Größen in Korrekturphasen am Immobilienmarkt**

Beginn der Korrekturphase = 100



Eigene Berechnungen nach Angaben des BEA und OFHEO. – <sup>1</sup>Immobilienpreise deflationiert mit den Verbraucherpreisen.



April den Zins unverändert bei 2% belassen. Bei den gegenwärtigen Inflationsraten sind die kurzfristigen Realzinsen damit negativ, und die Geldpolitik ist daran gemessen deutlich expansiv ausgerichtet. Da die Probleme im Finanzsektor erst allmählich schwinden dürften, ist davon auszugehen, dass die Fed ihre abwartende Haltung trotz des anhaltenden Preisauftriebs noch einige Zeit beibehält. Erst im kommenden Jahr, wenn sich der Finanzsektor etwas stabilisiert haben sollte, wird die Fed die Zinsen wohl allmählich anheben.

**Fed dürfte  
Zinsen vorerst  
nicht ändern**

Auch die Finanzpolitik ist angesichts der Probleme auf den Finanz- und Immobilienmärkten auf einen deutlich expansiven Kurs eingeschwenkt. So wurde den privaten Haushalten eine Rückerstattung der Einkommensteuer gewährt, von denen nach Schätzung des CBO bis Juli 93 Mrd. \$ und damit der größte Teil bereits ausgezahlt wurden (CBO 2008), was – wie erwähnt – die höheren Konsumausgaben im zweiten Quartal erklären dürfte. Für das dritte Quartal sind freilich nur noch geringe Impulse zu erwarten.

Schon allein deshalb zeichnet sich ab, dass die Expansion in der zweiten Hälfte dieses Jahres wieder etwas schwächer werden dürfte. Hinzu kommt, dass sich auch der Anstieg der Exporte nicht in gleichem Maße fortsetzen dürfte, da der Dollar zuletzt real und effektiv nicht mehr abwertete. Gleichzeitig deuten der Anstieg der Arbeitslosigkeit und die stark verschlechterte Stimmung darauf hin, dass sich die Konsumenten bei ihren Käufen wohl stärker zurückhalten werden. Alles in allem rechnen wir für 2008 mit einem Zuwachs des BIP um 1,9%. Für das kommende Jahr erwarten wir eine allmähliche Belebung. So dürfte der Rückgang der Wohnungsbauinvestitionen auslaufen und die übrigen Investitionen wieder stärker ausgeweitet werden. Dafür spricht die Erfahrung aus früheren Konsolidierungsphasen im Immobiliensektor (Schaubild 5). Mit günstigeren Beschäftigungsaussichten und sinkender Inflation dürfte sich der private Konsum dann allmählich wieder beleben. Im Jahresdurchschnitt wird der Zuwachs des BIP aufgrund des statistischen Unterhangs mit 1,7% gleichwohl voraussichtlich etwas unter dem in diesem Jahr liegen.

## 2.2 Japan am Rande der Rezession

Die Konjunktur in Japan hat spürbar an Schwung verloren. Im zweiten Quartal 2008 ist das BIP mit einer annualisierten Rate von 2,4% gegenüber dem Vorquartal zurückgegangen. Zum einen hat sich die ohnehin bereits schwache Binnennachfrage noch einmal abgeschwächt. Zum anderen ist der Zuwachs bei den Exporten, die bisher wesentliche Stütze der Konjunktur waren, deutlich zurückgegangen. Darin dürfte sich vor allem die rückläufige Nachfrage aus den USA und Europa widerspiegeln.

Die Abschwächung hat bisher noch keine Spuren auf dem Arbeitsmarkt hinterlassen, doch scheint der Abwärtstrend bei der Arbeitslosenquote vorerst beendet zu sein. Sie verharrt seit einigen Monaten bei etwa 4,0%. Dagegen hat sich der Preisauftrieb in den vergangenen Monaten deutlich erhöht. Die Inflationsrate ist im Juni auf 2,0% angestiegen. Wesentliche Ursache ist – wie in vielen anderen Ländern – der starke Preisanstieg bei Energie und Nahrungsmitteln, denn die Kernrate stagniert bei Null (Schaubild 6).

---

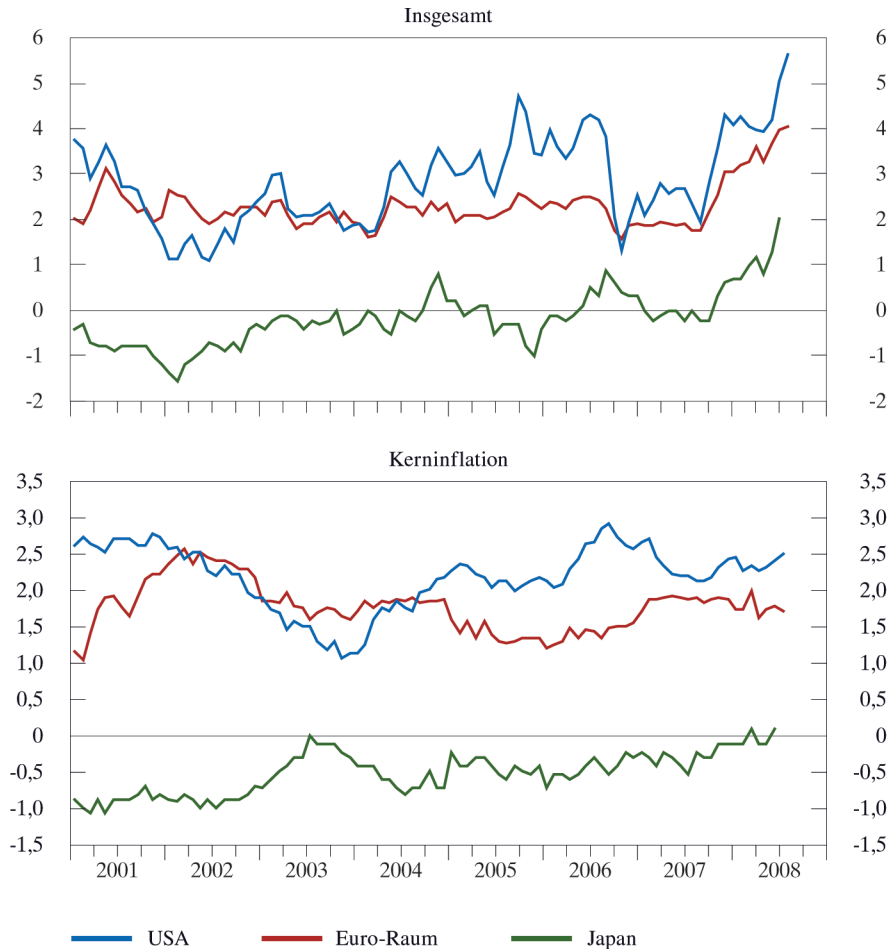
**Japan erhält  
geringere Impulse  
vom Außenhandel**

---

Schaubild 6

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

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



Nach Angaben der Notenbanken. – <sup>1</sup>Ohne Energie und Nahrungsmittel.

Bei steigenden Preisen einerseits, einer sich abschwächenden Konjunktur andererseits hat die japanische Notenbank die Zinsen konstant auf dem ohnehin sehr niedrigen Niveau gelassen. Da wohl keine Zweitrundeneffekte durch die Lohnanstiege zu erwarten sind, ist davon auszugehen, dass die Bank of Japan ihre Zinsen nicht verändern wird. Immerhin dürften die Realzinsen wieder negativ sein, so dass die Ausrichtung der Geldpolitik etwas expansiver geworden ist.

Für die Finanzpolitik wird es zunehmend schwerer, ihr Ziel zu erreichen, im Fiskaljahr 2011 einen Überschuss im Primärhaushalt<sup>5</sup> auszuweisen. Der künftige finanzpolitische Kurs liegt allerdings aufgrund des Rücktritts des Premierministers im Dunkeln, da unklar ist, ob die neu zu bildende Regierung an diesem Ziel festhalten wird. Die Fortsetzung erscheint der Konsolidierung angesichts der hohen Staatsverschuldung unausweichlich. Die oft geforderte Erhöhung der Einnahmen durch eine Anhebung der Mehrwertsteuer wird sich allerdings nur bei klaren Mehrheitsverhältnissen im Ober- und Unterhaus durchsetzen lassen. Das von der alten Regierung geplante Konjunkturprogramm hätte jedenfalls das Erreichen dieses Ziels weiter erschwert, wohl ohne dass davon nennenswerte Impulse für die Konjunktur ausgegangen wären.

Zahlreiche Indikatoren deuten darauf hin, dass die Schwäche in Japan anhalten wird, die Wirtschaft aber wohl nicht in eine ausgeprägte Rezession abgelenkt. Zwar dürften die Exporte angesichts der nachlassenden Expansion des Welthandels nur mäßig ausgeweitet werden, das nach wie vor relativ hohe Wachstum in den asiatischen Schwellenländern wird aber wohl den Rückgang der Zuwachsraten begrenzen. Angesichts geringerer Impulse vom Außenhandel ist damit zu rechnen, dass auch die Binnennachfrage weiter schwach bleibt. Hier dürfte sich allerdings das Ausklingen der Preisschocks bei Energie und Nahrungsmitteln allmählich stützend bemerkbar machen. Wir prognostizieren einen Anstieg des BIP um 1,1% in diesem und 1,7% im kommenden Jahr.

### 2.3 Inflation dämpft Expansion in den Schwellenländern

In *China* war das Wachstum im ersten Halbjahr 2008 mit 10,4% gegenüber dem Vorjahreszeitraum nach wie vor zweistellig. Jedoch zeichnet sich durch nachlassende Exporte und stark gestiegene Produzentenpreise (im Juni 8,8% gegenüber dem Vorjahr) eine leichte Verlangsamung ab, die sich im Prognosezeitraum fortsetzen dürfte. Belastend wirkten neben der nachlassenden Weltkonjunktur die Rohstoffkosten. Darüber hinaus sind auch die Lohnkosten in China deutlich gestiegen. Insgesamt wird die Wettbewerbsfähigkeit der Exportindustrie dadurch deutlich geschwächt, weshalb einzelne multinationale Unternehmen schon einen Abzug der Produktion arbeitsintensiver Güter erwägen (o.V. 2008).

Exporte Chinas  
wachsen  
verlangsamt

Infolge des jüngsten Rückgangs des Ölpreises und einer deutlich restriktiveren Geldpolitik hat sich die Inflation bereits abgeschwächt. Dies dürfte sich im Prognosezeitraum fortsetzen, womit der Renminbi real weniger stark aufwerten würde. Nichtsdestotrotz rechnen wir mit einem deutlichen Rückgang des

<sup>5</sup> Einnahmen minus Ausgaben der öffentlichen Haushalte ohne Zinsausgaben.

Exportwachstums. Der wichtigste Wachstumsbeitrag sollte wie bisher von den Investitionen kommen, aber auch der private und der staatliche Konsum dürften insbesondere in ländlichen Gegenden deutlich zulegen. Insgesamt gehen wir – unter Annahme des Ausbleibens einer ernsthaften Rezession in den wichtigsten chinesischen Exportländern – von einem jahresdurchschnittlichen Wachstum von rd. 9,8% bzw. 9,2% aus.

In *Indien*, dessen Wirtschaft weniger als die chinesische vom Export abhängt, hat sich die Expansion vor allem aufgrund der hohen Inflation und der deshalb schwächer steigenden Realeinkommen verlangsamt. Der Anstieg der Verbraucherpreise lag zuletzt vier Monate in Folge bei fast 8%, der der Großhandelspreise bei mehr als 12%. Das ist die höchste Zunahme seit 13 Jahren. Zwar hat die Zentralbank die Zinsen inzwischen deutlich erhöht, aufgrund der Wirkungsverzögerungen wird der Preisdruck jedoch wohl erst allmählich nachlassen. Da die Kreditbedingungen weiter verschärft werden dürften, wird die Binnennachfrage weiterhin belastet. Jedoch dürften die Exporte eine zunehmend wichtige Rolle spielen. Sie sind in diesem Jahr deutlich gestiegen und zeigten sich damit trotz einer realen Aufwertung der Rupie relativ robust. Allerdings dürften die schwächeren Importe der USA, mit einem Anteil von rd. 15% der wichtigste Absatzmarkt, den Exportanstieg dämpfen. Wir erwarten daher einen Rückgang des BIP-Wachstums auf 7,9% in diesem und 7,5% im nächsten Jahr.

Für die *übrigen ostasiatischen Schwellenländer* rechnen wir ebenfalls mit einer schwächeren Konjunktur. Zwar gibt es bisher keinerlei Anzeichen für ein direktes Übergreifen der US-Finanzmarktkrise auf die asiatischen Finanzsysteme, dämpfend wirken jedoch auch hier die nachlassenden Exporte in die Industrieländer. Vor allem Singapur und Hongkong, deren Wirtschaft in besonders hohem Maße vom Welthandel abhängt, bekommen dies

---

**Gedämpfter Anstieg  
der Realeinkommen  
in den asiatischen  
Schwellenländern**

---

zu spüren und verzeichneten im zweiten Quartal dieses Jahres bereits deutliche Wachstumseinbußen. Hinzu kommt auch hier die höhere Inflation; in Indonesien und auf den Philippinen erreichte die Teuerung sogar zweistellige Raten. Der geringere Anstieg der Realeinkommen und die restriktivere Geldpolitik dürften nun die Konsum- und Investitionsnachfrage dämpfen, so dass die binnenwirtschaftlichen Auftriebskräfte wohl nachlassen. Für Thailand ist aufgrund der jüngsten innenpolitischen Auseinandersetzungen zu befürchten, dass sich das Investitions- und Konsumklima wieder eintrübt. Insgesamt prognostizieren wir für die Region eine weitere Abschwächung in der zweiten Jahreshälfte dieses Jahres und erst für die zweite Jahreshälfte 2009 wieder ein Anziehen. (4,9% bzw. 4,8%).

In *Lateinamerika* konnten die meisten Länder den Einbruch der Exportnachfrage aus den USA bisher durch hohe Exporterlöse bei Rohstoffen und die



nach wie vor robuste Nachfrage anderer Schwellenländer weitgehend abfedern. Jedoch erweist sich auch hier die Inflation zunehmend als Problem. Dies gilt besonders für Argentinien, wo die Geldpolitik weiterhin expansiv ausgerichtet ist und die Regierung lediglich versucht, die Inflation mit administrativen Maßnahmen einzudämmen. Zudem scheinen die offiziellen Statistiken den Preisanstieg systematisch zu unterzeichnen; unabhängige Institute schätzen ihn für Juni auf 25%, während die amtliche Statistik 9% ausweist (EIU 2008). Dies und der starke Anstieg der Staatsausgaben verunsichern die Investoren; so wurde das Rating Argentiniens von den Agenturen herabgestuft, was Kredite zusätzlich verteuert<sup>6</sup>. Zwar zeichnet sich keine Finanzkrise ab, jedoch dürfte sich die Expansion nun spürbar verlangsamen.

---

**Robuste Expansion  
in Lateinamerika**

---

In den übrigen Ländern Lateinamerikas steuerte die Geldpolitik der hohen Inflation entgegen. Hier ist, sofern sich die Entspannung bei Rohstoffen fortsetzt, mit einem Rückgang der Inflation zu rechnen. Getragen von einer nach wie vor starken Binnennachfrage dürfte das Wachstum in Lateinamerika relativ robust bleiben, wenn es sich auch abschwächt, zumal mit den sinkenden Preisen auch die Erlöse aus dem Rohstoffexport rückläufig sein werden. In Mexiko allerdings hat sich im Sog der US-Konjunktur das Wachstum bereits spürbar verlangsamt. Insgesamt rechnen wir für Lateinamerika für dieses Jahr mit einer Zunahme des BIP um 4,1%. Für 2009 erwarten wir infolge der inflationsbedingten Kaufkraftverluste und der ungünstigeren Finanzierungsbedingungen mit 3,2% eine nachlassende Expansion.

In *Russland* stieg die gesamtwirtschaftliche Produktion im ersten Halbjahr um etwa 8%, gestützt von hohen Exporterlösen bei Erdöl und Gas. Robust war auch der Konsum, obwohl die Inflation im Juni 14,7% erreichte. Zwar hat die Zentralbank bereits den Leitzins erhöht, jedoch bisher nur in geringem Maße angesichts der Höhe der Teuerung. Hinzu kommt, dass aufgrund der Georgien-Krise anscheinend Kapital aus Russland abfließt, so dass die Zentralbank genötigt sein könnte, für mehr Liquidität am Markt zu sorgen, was die Inflationsgefahr erhöhen würde<sup>7</sup>. Zudem ist der Wechselkurs des Rubel durch die Georgien-Krise unter Druck geraten. Musste die Zentralbank noch vor kurzem intervenieren, um die Aufwertung des Rubel zu bremsen, so ist sie gegenwärtig bemüht, eine Abwertung zu verhindern. Auch auf das Investitionsklima dürfte sich die Georgien-Krise derzeit belastend auswirken. In unserer Prognose gehen wir allerdings davon aus, dass dies nur vorübergehender Natur ist. Insgesamt wächst die russische Wirtschaft auf einem recht soliden Pfad. Für 2008 und 2009 erwarten wir ein BIP-Wachstum um 7,1 bzw. 6,6%.

---

<sup>6</sup> Brasilien wurde hingegen bei einigen Agenturen auf Investment-Grade heraufgestuft.

<sup>7</sup> Laut russischer Zentralbank sind die Fremdwährungsreserven in den ersten beiden Wochen des Konflikts um etwa 16,4 Mrd. \$ gesunken (Bank of Russia 2008).

Tabelle 4

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

Eigene Berechnungen nach nationalen Angaben und Schätzungen von *Project LINK*. – <sup>1</sup>Ohne China, Summe der aufgeführten Länder, gewichtet mit dem BIP von 2007 in Dollar. – <sup>2</sup>Gewichtet mit den Anteilen am deutschen Export 2007. – <sup>P</sup>Eigene Prognose.

#### 2.4 Konjunktur im Euro-Raum schwächt sich ab

Zu Beginn dieses Jahres hatte die Konjunktur im Euro-Raum zunächst deutlich an Schwung gewonnen. Im ersten Quartal 2008 legte das BIP mit einer annualisierten Rate von 2,9% zu, nachdem es im vierten Quartal 2007 nur 1,4% waren. Allerdings dürfte dabei die – durch Sonderfaktoren geprägte – kräftige Expansion in Deutschland eine wesentliche Rolle gespielt haben. In zahlreichen Mitgliedstaaten verlangsamte sich nämlich die Expansion bereits damals. Im zweiten Quartal sank die Wirtschaftsleistung insgesamt um 0,8%. Dabei war das BIP in den drei größten Staaten (Deutschland, Frankreich und Italien) rückläufig, in Spanien wuchs es kaum noch.

Dieses Muster reflektiert in erster Linie die Investitionen: Sie hatten im ersten Quartal annualisiert um 6% zugenommen, sind im zweiten aber um 4,8% gesunken. Schwach waren durchgängig die privaten Konsumausgaben, da die anziehende Inflation den Verbrauchern zunehmend Kaufkraft entzog. Der Außenbeitrag blieb mehr oder weniger unverändert. Zwar gingen die Ausfuhren zuletzt deutlich zurück, die Einfuhren verringerten sich jedoch parallel dazu.

Bei alledem scheint sich die Lage am Arbeitsmarkt bereits etwas zu verschlechtern. Die harmonisierte Arbeitslosenquote lag von Dezember 2007 bis April 2008 bei 7,2%, das ist der niedrigste Stand seit der harmonisierten Erhebung im Jahr 1993. Im Mai stieg sie indes erstmals leicht auf 7,3%. Allerdings verbergen sich dahinter deutliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. Während die Arbeitslosenquote insbesondere in Deutschland und Frankreich bis zuletzt rückläufig war, nimmt sie in Spanien spürbar zu. Hier macht sich vor allem der Einbruch der Bauproduktion bemerkbar; die Bauwirtschaft war der wesentliche Motor des Aufschwungs am spanischen Arbeitsmarkt.

Die Inflation erreichte im Juni mit 4% ihren höchsten Stand seit Beginn der Währungsunion und blieb im Juli auf diesem Niveau. Dies ist im Wesentlichen durch einen kräftigen Anstieg der Rohöl- und Nahrungsmittelpreise verursacht. Die (traditionell definierte) Kerninflation liegt unverändert bei etwa 1,8% und ist damit geringer als das mittelfristige Inflationsziel der EZB. Nach unserer Einschätzung aussagekräftigere Maße der Kerninflation (vgl. dazu S. 162f.) liegen allerdings nahe bei der aktuellen Inflation, so dass sich kein substantieller Rückgang des Inflationsdrucks andeutet. Die EZB hat schließlich nach langem Abwarten im Juli dieses Jahres reagiert und ihren maßgeblichen Leitzins um 25 Basispunkte auf 4,25% erhöht.

Gleichwohl ist die Geldpolitik gemessen an den kurzfristigen Realzinsen damit expansiver ausgerichtet als im Frühjahr. Diese haben sich trotz der genannten Leitzinsanhebung sogar leicht verringert (Schaubild 7). Der *spread* zwischen Hauptrefinanzierungssatz und dem Drei-Monats-Zins war vor dem jüngsten Zinsschritt ungewöhnlich groß, was auf mangelndes Vertrauen der Banken untereinander hinweist. Der höhere Leitzins ist bislang nicht auf den Interbankenmarkt durchgeschlagen, vielmehr ist der *spread* geringer geworden. Zudem ließ der Inflationsanstieg die Realzinsen sinken; sie unterschritten im Juli erstmals seit Mitte 2006 den Wert von 1%<sup>8</sup>.

---

Realzinsen im  
Euro-Raum  
gesunken

---

Die Langfristzinsen sind seit dem Frühjahr von gut 4% auf 4,8% gestiegen. Darin dürften mehrere Faktoren zum Ausdruck kommen. Zum einen waren langfristige Staatsanleihen mit guter Bonität während der Finanzmarkturbulenzen als „sichere Häfen“ gesucht, so dass deren Renditen zunächst stark sanken. Der Unterschied zwischen dem Leitzins der EZB und der Rendite langfristiger Staatsanleihen war folglich sehr gering, und die jüngste Zinsanhebung dürfte sich somit vollständig im Langfristzins niedergeschlagen haben.

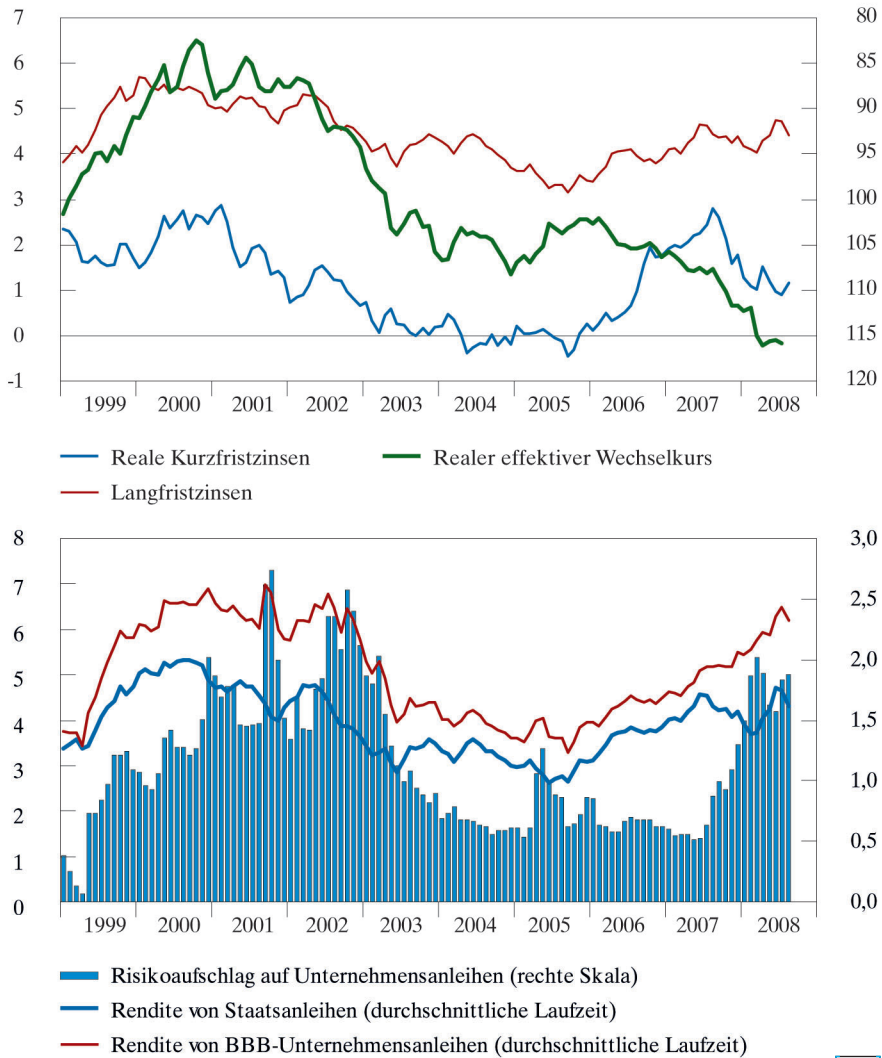
---

<sup>8</sup> Die jüngste Zinsanhebung der EZB war somit nicht ausreichend groß, um einen – zur glaubhaften Inflationsbekämpfung nötigen – Anstieg des kurzfristigen Realzinses zu induzieren; vgl. hierzu auch Seite 164.

Schaubild 7

**Monetäre Rahmenbedingungen im Euro-Raum**

1999 bis 2008; in %



Quelle: Eigene Berechnungen nach Angaben von EZB, Feri und Citigroup.

Zum anderen dürfte aufgrund höherer Inflationserwartungen das für die Zukunft erwartete Zinsniveau gestiegen sein, was für sich genommen ebenfalls zu höheren Langfristzinsen führt. Schließlich kann nicht ausgeschlossen wer-

den, dass sich die Lage an den Finanzmärkten etwas entspannt hat, so dass Staatsanleihen weniger gefragt sind und deren Renditen steigen lässt.

Die Differenz zwischen der Verzinsung von Unternehmensanleihen sehr guter und solchen mittlerer Bonität ist nach einem Zwischentief im Frühsommer zuletzt wieder angestiegen und liegt bei knapp 2%-Punkten. Somit haben sich die Risikoprämien im Vergleich zur Jahreswende erhöht, sind aber immer noch deutlich unter ihren historischen Höchstständen von etwa 3%-Punkten. Auch wenn die Finanzierung risikobehafteter Investitionen daher zuletzt schwieriger geworden ist, betrachten wir dies eher als Normalisierung, zumal ein gewisses Risikobewusstsein eine notwendige Bedingung für eine effiziente Kapitalallokation ist. Dass über längere Zeit sehr niedrige Risikoprämien zur Bildung spekulativer Blasen führen können, beweist die jüngere Vergangenheit.

Das Wachstum des breit gefassten Geldmengenaggregats M3 hat sich im Vergleich zum Frühjahr deutlich verlangsamt. Der gleitende Durchschnitt der Wachstumsraten zum Vorjahresmonat ist deutlich gesunken. Er lag im Juni knapp unter 10%. Die von der Liquiditätsausstattung im Euro-Raum ausgehenden Gefahren für die Preise sind somit geringer geworden. Trotzdem besteht nach wie vor ein relativ großer monetärer Überhang, was auf Risiken in der mittleren Frist hindeutet.

---

Geldmengen-  
anstieg  
verlangsamt sich

---

Von außenwirtschaftlicher Seite her haben sich die monetären Rahmenbedingungen zuletzt verbessert. Der Euro wertete gegenüber dem Dollar seit Juni um gut 10% ab. Bis dahin hatte der reale effektive Wechselkurs des Euro allerdings kontinuierlich aufgewertet, seit Jahresbeginn um weitere 3,5%. Nimmt man all dies zusammen, haben sich die monetären Rahmenbedingungen für die Konjunktur wenig verändert

Für den Prognosezeitraum deuten wichtige Frühindikatoren auf eine konjunkturelle Abkühlung im Euro-Raum hin. So sind das Geschäftsklima im Verarbeitenden Gewerbe und das Verbrauchervertrauen im Vergleich zum Frühjahr deutlich gefallen. Trotzdem war eine Zinserhöhung der EZB nach unserer Einschätzung überfällig und nötig. Zum einen steigen die Preise mittlerweile auf breiter Front. Zum anderen weisen die Lohnabschlüsse auf die Gefahr einer Lohn-Preisspirale hin. So ist der Index der vertraglich vereinbarten Löhne von durchschnittlich knapp über 2% in den Jahren 2004 bis 2007 auf 2,9% im ersten Quartal 2008 gestiegen. Zudem sind die Inflationserwartungen angestiegen. Aus dem Vergleich zwischen indexierten und nicht indexierten Anlagen errechnet sich mittlerweile eine erwartete Inflation von knapp über 2,5%. Somit waren und sind Maßnahmen zur Inflationsbekämpfung nötig, da auch bei einer sich abschwächenden Konjunktur die Inflation nicht au-

tomatisch zurückgeht, wenn sie sich einmal in den Erwartungen und im Verhalten der Akteure verfestigt hat.

Für den Prognosezeitraum erwarten wir, dass die EZB wegen der Inflationsrisiken die Zinsen zunächst konstant lässt. Frühestens im Frühjahr erwarten wir, dass die EZB die Konjunktur mit niedrigeren Leitzinsen unterstützen könnte.

Die Finanzpolitik ist derzeit weniger restriktiv ausgerichtet als im vergangenen Jahr, als die (strukturellen) Haushaltsfehlbeträge in zahlreichen Ländern des Euro-Raums abgebaut wurden. Noch im Juni hatte die EU-Kommission (2008: 13–18) einen Anstieg des strukturellen Defizits im Euro-Raum um 0,3%-Punkte auf 1% in Relation zum BIP erwartet, worin in erster Linie sinkende Einnahmen aufgrund von Steuersenkungen zum Ausdruck kommen. Für 2009 erwartete sie eine marginale Rückführung. Die aktuelle Abschwächung dürfte inzwischen aber manche Länder zu einer Änderung des finanzpolitischen Kurses veranlasst haben. Insbesondere in Spanien hat die Regierung bereits ein ganzes Bündel von Maßnahmen angekündigt. So wurden eine Mehrwertsteuererstattung beschlossen, die Vermögensteuer abgeschafft und Investitionsanreize gewährt. Weitere Programme sind in Vorbereitung, mit denen Investitionen in Bildung gestärkt und kleinere und mittlere Unternehmen gefördert werden sollen. Um die Bauwirtschaft zu stützen, soll ferner ein Infrastrukturprogramm aufgelegt werden. Andere Länder könnten diesem Beispiel folgen. Vor diesem Hintergrund ist für 2009 eher ein steigendes strukturelles Defizit zu erwarten.

Weniger restriktive  
Finanzpolitik

Wie weit dadurch die Konjunktur stimuliert wird, bleibt abzuwarten. Bei den Konsumausgaben dürften vorerst die dämpfenden Effekte überwiegen. Aufgrund der hohen Teuerung dürften die Realeinkommen schwächer zunehmen als im Frühjahr erwartet. Zudem macht sich der in einigen Ländern deutliche

Tabelle 5

<b>Eckwerte der Konjunktur im Euro-Raum</b>					
2005 bis 2009; real; Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %					
	2005	2006	2007	2008 <sup>P</sup>	2009 <sup>P</sup>
Privater Verbrauch	1,5	1,7	1,6	0,6	0,9
Öffentlicher Verbrauch	1,5	2,0	2,3	1,5	1,5
Bruttoanlageinvestitionen	2,9	5,0	4,4	2,4	0,7
Inlandsnachfrage	1,8	2,9	2,3	1,2	1,0
Export	4,7	7,9	6,5	4,1	3,1
Import	5,4	7,7	4,3	3,9	3,4
Bruttoinlandsprodukt	1,6	2,7	2,7	1,3	0,9

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

Rückgang der Immobilienpreise zunehmend bemerkbar. Vor allem in Spanien dämpft er den privaten Konsum und die Investitionen beträchtlich. Hier ist die Zunahme der Konsumausgaben kontinuierlich von 4,6% im zweiten Quartal 2007 auf 0,6% im zweiten Quartal 2008 gesunken. Für das kommende Jahr erwarten wir eine Stagnation des Konsums in Spanien. Auch in Frankreich, wo die Konsumausgaben zuletzt noch um knapp 2% zulegen, zeichnet sich eine deutliche Abschwächung ab. Hier besteht zudem die Gefahr, dass die noch hohen Immobilienpreise stärker einbrechen als unterstellt. Insgesamt erwarten wir, dass der private Konsum im Euro-Raum in diesem Jahr um 0,6% und nächsten Jahr um 0,9% wächst, die Investitionen um 2,4% bzw. 0,7%.

---

**Außenwirtschaft  
gibt im  
kommenden Jahr  
Impulse**

---

Impulse für die Konjunktur könnten von außenwirtschaftlicher Seite kommen. Seit Juli wertet der Euro gegenüber den wichtigsten Handelspartnern der EWU effektiv bereits um rund 4,5% ab (Stand 10.9.2008). Allerdings werden die Exporte zunächst noch von der zurückliegenden Aufwertung beeinträchtigt, so dass der Außenbeitrag 2008 kaum und erst im Verlauf von 2009 stärker zum Wachstum beitragen dürfte.

Alles in allem erwarten wir, dass der Anstieg des BIP zunächst schwach bleibt und sich erst im Verlauf von 2009 beschleunigt. Die jahresdurchschnittliche Zuwachsrate dürfte jeweils 1,3% in diesem und 0,9% im kommenden Jahr betragen. Dabei ist von einer vorerst noch hohen Teuerung auszugehen, die sich voraussichtlich erst im kommenden Jahr zurückbilden wird (3,5 bzw. 2,6%). Die Arbeitslosigkeit wird nach unserer Einschätzung weiter leicht zunehmen. Für 2008 und 2009 erwarten wir eine harmonisierte Arbeitslosenquote von 7,6 und 7,9%.

## 2.5 Rezessive Tendenzen in Großbritannien

In Großbritannien hat sich das Wachstum in den ersten beiden Quartalen 2008 merklich abgeschwächt. Das Land steht am Rande einer Rezession. Weiterhin wird die Wirtschaft – auch aufgrund der großen Bedeutung des Finanzsektors – durch die internationale Finanzmarktkrise belastet. Hinzu kommen weiter sinkende Immobilienpreise. So war der Halifax-Hauspreisindex im Juni um 8,7% niedriger als im Vorjahr. Dies wirkt sich negativ auf den Konsum aus, der ohnehin schon gedämpft wird durch eine restriktivere Kreditvergabe und sinkende Realeinkommen. Tiefe Spuren hinterlässt die Immobilienkrise auch in der Investitionstätigkeit, da die privaten Wohnbauinvestitionen 40% der Investitionen ausmachen. Aufgrund der erhöhten Zinsen und der schwächeren Binnennachfrage dürften sich auch die Unternehmen mit Investitionen zurückhalten. Gestiegen ist allerdings der Außenbeitrag, da die Exporte im ersten Halbjahr leicht zulegen, während die Importe aufgrund der geringeren Inlandsnachfrage weiter gesunken sind.

Seit Dezember 2007 hat die *Bank of England* den Leitzins um 75 Basispunkte auf 5% gesenkt, um den Turbulenzen an den Finanzmärkten entgegenzuwirken. Zur gleichen Zeit verstärkte sich die Teuerung beträchtlich. Lag sie noch im Dezember 2007 mit 2,1% nur leicht über dem Ziel der *Bank of England*, hat sie im Juni 2008 mit 3,8% einen bisherigen Höhepunkt erreicht. Damit steht die *Bank of England* im Konflikt zwischen der Gefahr einer sich weiter abschwächenden Wirtschaftsleistung und den Risiken einer steigenden Inflation, die in Zweitundeneffekten enden könnte. Da indes im weiteren Verlauf dieses Jahres mit einem Nachlassen der Teuerung zu rechnen ist, erscheinen auch Leitzinssenkungen sowohl in diesem als auch im nächsten Jahr möglich.

Die Lage der öffentlichen Finanzen ist bereits seit Jahren angespannt, seit 2000 betrug das Defizit in jedem Jahr etwa 3% in Relation zum BIP. Da mit der schwächeren Konjunktur und aufgrund der angespannten Lage auf den Finanzmärkten die Steuereinnahmen rückläufig sein dürften, ist für den Prognosezeitraum mit einem weiteren Anstieg zu rechnen.

Alles in allem dürfte sich das britische Wirtschaftswachstum weiter deutlich abschwächen. Der private Konsum wird aufgrund fallender Realeinkommen und steigender Kreditkosten wohl nochmals nachgeben. Dadurch, und weil sich auch für Unternehmen die Kreditkonditionen verschlechtern, wird wohl ebenfalls die Investitionstätigkeit abnehmen. Einen positiven Beitrag zum BIP werden voraussichtlich allein die Exporte liefern. Insgesamt gehen wir daher von einem BIP-Wachstum von 1,3% bzw. 0,3% aus.

---

Immobilienpreis-  
verfall belastet  
britische  
Konjunktur

---

## 2.6 Langsameres Wachstum in den neuen EU-Ländern

Insgesamt betrachtet nimmt das Wachstum in den neuen Mitgliedsländern der EU – ähnlich wie in den übrigen EU-Ländern – deutlich ab. Dabei spielt wohl in erster Linie der hohe Anteil der alten EU-Staaten an den mittel- und osteuropäischen Ausfuhren eine Rolle. Zudem machen sich auch hier die erhöhten Energie- und Nahrungsmittelpreise und die striktere Kreditvergabe dämpfend bemerkbar; sie drücken bislang in erster Linie die privaten Konsumausgaben. Die Unternehmensinvestitionen werden in vielen Ländern durch beträchtlich steigende Lohnkosten gedämpft. Eine Sonderstellung dürfte bei alledem die Slowakische Republik einnehmen, die 2009 den Euro einführen wird. Es ist zu vermuten, dass es dort aus Angst vor einem Anziehen der Teuerung zu Vorzieheffekten beim Konsum kommen wird. Diese Käufe würden dann 2009 fehlen und die Nachfrage entsprechend dämpfen.

Die Arbeitsmarktsituation hat sich weiter verbessert. Die Arbeitslosenquote ist in fast allen Ländern leicht gesunken, besonders deutlich in Polen. Kehrseite der Medaille ist jedoch, dass in den meisten Ländern die Löhne nun kräfti-



Tabelle 6

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

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 2007 in Dollar, Arbeitslosenquote mit der Zahl der Erwerbspersonen. – <sup>P</sup>Eigene Prognose.

ger steigen. Dies verstärkt zum einen den ohnehin schon erhöhten Preisauftrieb; in einigen Ländern liegt die Teuerung derzeit im zweistelligen Bereich. Zum anderen verschlechtert sich dadurch die Gewinnsituation der Unternehmen, die sich deshalb wohl bei Investitionen zurückhalten werden, zumal sich die Kreditkonditionen in den meisten Ländern inzwischen verschlechtert haben. Die höhere Inflation veranlasste die meisten Notenbanken im ersten Halbjahr zu Zinssteigerungen von bis zu einem Basispunkt.

### Anziehende Teuerung in den neuen EU-Ländern

Die Lage der Öffentlichen Haushalte hat sich im ersten Halbjahr zumeist verbessert. Am deutlichsten sank die Defizitquote in Ungarn, wo sie aufgrund überraschend hoher Steuereinnahmen 2008 voraussichtlich auf 3,8% zurückgehen wird nach 5,5% im Jahr 2007. Allerdings stehen für 2010 Wahlen an, so dass fraglich ist, ob sich diese Tendenz fortsetzt.

Im Prognosezeitraum wird sich die gesamtwirtschaftliche Expansion vermutlich im Zuge der weltwirtschaftlichen Abschwächung, der restriktiven Kreditvergabe und der erhöhten Inflation weiter abschwächen. Insbesondere die privaten Konsumausgaben und die Investitionstätigkeit dürften weniger zunehmen. In den baltischen Staaten machen sich dabei wohl auch Restriktionen auf der Angebotsseite bemerkbar, da in den vergangenen Jahren offenbar versäumt wurde, die hohen Gewinne in Kapazitätserweiterungen zu investie-

ren. Hier wird sich die Expansion daher wohl spürbar verlangsamen. Gleichwohl dürfte der Zuwachs in den neuen EU-Ländern mit 5,2% auch im Prognosezeitraum stärker sein als in den „alten“ EU-Ländern (Tabelle 6). Im kommenden Jahr, wenn die Weltwirtschaft wieder an Fahrt gewinnt, ist mit einer stärkeren Expansion zu rechnen (4,8%).

## Literatur

- ABARE - Australian Bureau of Agricultural and Resource Economics (ed.) (2008), *Commodities Outlook. Australian Commodities 08.2*. Canberra. Internet: [www.abareconomics.com/publications\\_html/ac/ac\\_08/ac08\\_June.pdf](http://www.abareconomics.com/publications_html/ac/ac_08/ac08_June.pdf), Download vom 10.9.2008.
- Bank of Russia (ed.) (2008), *Russia's International Reserves*. Moscow, Russia. Internet: [www.cbr.ru/Eng/statistics/credit\\_statistics/print.asp?file=inter\\_res\\_08\\_e.htm#week](http://www.cbr.ru/Eng/statistics/credit_statistics/print.asp?file=inter_res_08_e.htm#week), Download vom 10.9.2008.
- CBO – Congressional Budget Office (ed.) (2008), *Housing and Economic Recovery Act of 2008*. Washington, DC. Internet: [www.cbo.gov/ftpdocs/95xx/doc9597/hr3221.pdf](http://www.cbo.gov/ftpdocs/95xx/doc9597/hr3221.pdf), Download vom 10.9.2008.
- Döhrn, R. et al. (2008), Zwischen Rezessionsängsten und Inflationsgefahren. *RWI: Konjunkturberichte* 59 (1): 3–29.
- ECB – European Central Bank (ed.) (2008), *The Euro Area Bank Lending Survey*. July 2008. Frankfurt a.M. Internet: [www.ecb.int/stats/pdf/blssurvey\\_200807.pdf](http://www.ecb.int/stats/pdf/blssurvey_200807.pdf), Download vom 10.9.2008.
- EIU – Economist Intelligence Unit (ed.) (2008), *Outlook for 2008–09*. Country Report Argentina, August 2008. London. Internet: [http://portal.eiu.com/report\\_dl.asp?issue\\_id=653677250&mode=pdf](http://portal.eiu.com/report_dl.asp?issue_id=653677250&mode=pdf), Download vom 10.9.2008.
- European Commission (ed.) (2008), *Public finances in the EMU – 2008*. Brüssel. Internet: [ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/publication12832\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/publication12832_en.pdf). Download vom 10.9.2008.
- Fed – Board of Governors of the Federal Reserve System (ed.) (2008), *The July 2008 Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices*. Washington, DC. Internet: [www.federalreserve.gov/boarddocs/SnLoanSurvey/200808/fullreport.pdf](http://www.federalreserve.gov/boarddocs/SnLoanSurvey/200808/fullreport.pdf), Download vom 10.9.2008.
- Leamer, E.E. (2008), What's A Recession Anyway? NBER Working Paper 14221. Cambridge, MA. Internet: [www.nber.org/papers/w14221.pdf](http://www.nber.org/papers/w14221.pdf), Download vom 10.9.2008.
- Meltzer, A. (2008), That '70s Show. *On the Issues*. American Enterprise Institute for Public Policy Research. April 2008. Washington, DC.
- o.V. (2008), Adidas-Chef: 2008 in China wieder 50-prozentiges Wachstum. *Wirtschaftswoche*, Internetausgabe: [www.wiwo.de/unternehmer-maerkte/adidas-chef-2008-in-china-wieder-50-prozentiges-wachstum-301833/](http://www.wiwo.de/unternehmer-maerkte/adidas-chef-2008-in-china-wieder-50-prozentiges-wachstum-301833/), Download vom 10.9.2008.
- World Bank (ed.) (2008), *Double Jeopardy: Responding to High Food and Fuel Prices*. Washington, DC.