

Benner, Joachim et al.

**Article — Digitized Version**

## Stockende Erholung der Weltkonjunktur

Die Weltwirtschaft

**Provided in Cooperation with:**

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

*Suggested Citation:* Benner, Joachim et al. (2002) : Stockende Erholung der Weltkonjunktur, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 3, pp. 201-227

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/2852>

**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.*

# Stockende Erholung der Weltkonjunktur

Von **Joachim Benner, Dóra Borbély, Klaus-Jürgen Gern, Christophe Kamps, Annette Kuhn, Birgit Sander**  
und **Joachim Scheide**

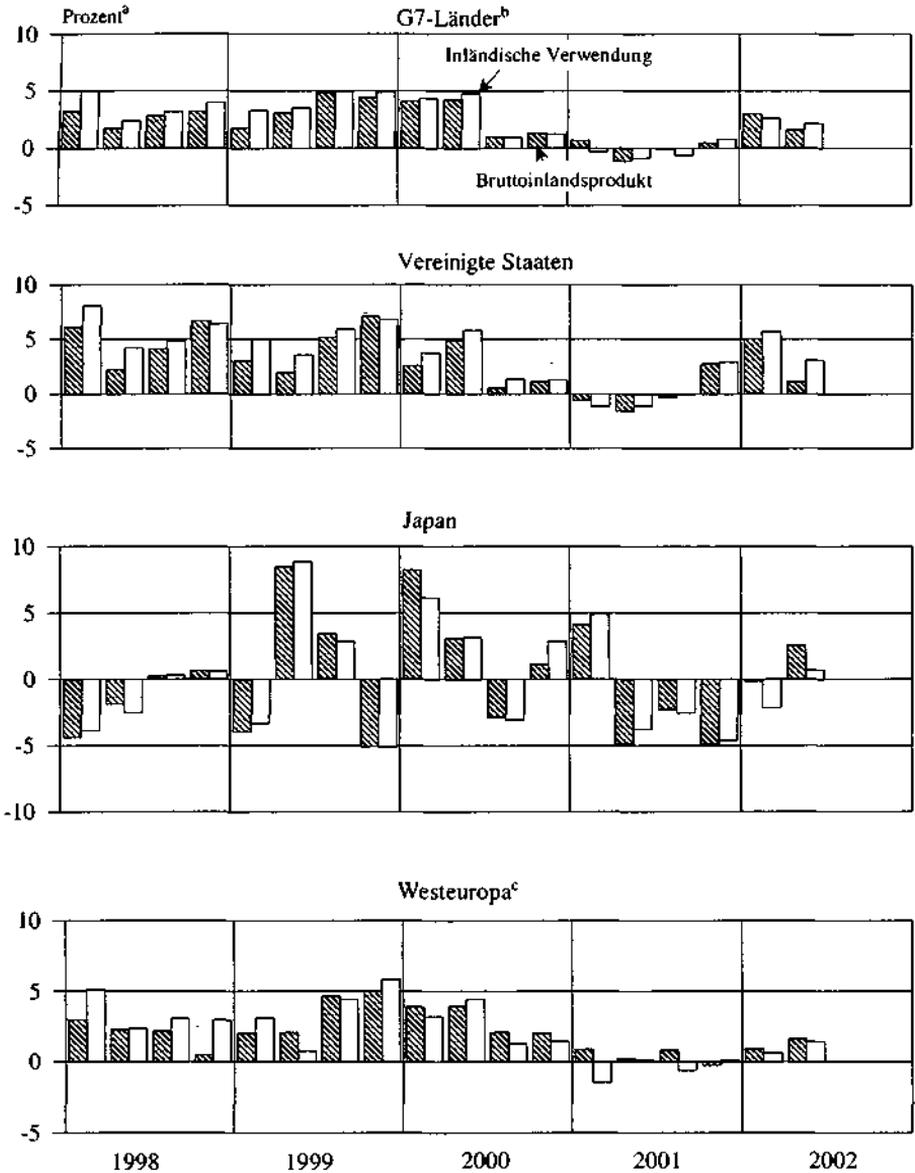
Die Weltkonjunktur hat sich im ersten Halbjahr 2002 belebt. In den Industrieländern wich die Rezession einer moderaten Expansion (Schaubild 1). Hierzu trugen kräftige Impulse von der Geldpolitik bei, zu denen in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich eine ausgeprägt expansive Fiskalpolitik kam. Weitere positive Faktoren waren eine allmähliche Rückkehr des Vertrauens nach dem Schock der Terroranschläge in den Vereinigten Staaten und niedrigere Ölpreise; zudem stabilisierte sich die Nachfrage nach IT-Produkten. In den Entwicklungs- und Schwellenländern verlief die Entwicklung gespalten. Während sich im asiatischen Raum, auch getragen von einer raschen Zunahme des intra-regionalen Warenaustausches, ein kräftiger Aufschwung entfaltete, gingen Produktion und Nachfrage in Südamerika deutlich zurück, vor allem infolge der schweren Wirtschaftskrise in Argentinien und zunehmender Unsicherheit über den wirtschaftspolitischen Kurs in Brasilien. In Mittel- und Osteuropa expandierte die Wirtschaft, gedämpft durch die flauere Konjunktur in Westeuropa, in etwas verlangsamtem Tempo.

Der Umschwung in den Industrieländern zeigte sich im ersten Halbjahr stärker bei den Stimmungsindikatoren als bei der Produktion. Auch an den Finanzmärkten machte sich die konjunkturelle Wende bemerkbar. Die Aktienkurse erholten sich deutlich von den Tiefständen, die sie im Gefolge des 11. September erreicht hatten, und die langfristigen Zinsen stiegen auch in Erwartung bevorstehender Zinserhöhungen allmählich an. Vor diesem Hintergrund deuteten die vorlaufenden Sammelindikatoren bis zur Jahresmitte auf eine kräftige Konjunkturerholung hin.

Seither hat sich allerdings die Stimmung in den Industrieländern wieder abgekühlt. Ein wesentlicher Faktor war wohl, dass sich die Einschätzung bezüglich der US-Wirtschaft – auch unter dem Eindruck einer Welle von Meldungen über unkorrekte Unternehmensbilanzen – verschlechterte. Außerdem dürfte die Tatsache, dass Produktion und Nachfrage trotz der beträchtlichen wirtschaftspolitischen Impulse eine unerwartet geringe Dynamik entfalteten – in den Vereinigten Staaten expandierte das reale Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal nach einem kräftigen Anstieg zu Jahresbeginn nur noch schwach, und im Euroraum blieb die Produktionsausweitung ohne Schwung –, das Vertrauen in eine Fortsetzung des Aufschwungs erschüttert haben. Offenbar wirken die Hemmnisse für eine konjunkturelle Erholung, die aus der Korrektur der im vergangenen Boom entstandenen Ungleichgewichte resultieren, nachhaltiger, als bis zur Jahresmitte – auch von uns – erwartet worden war.

All dies machte sich nicht zuletzt in den Aktienkursen bemerkbar, die weltweit in den vergangenen Monaten auf ein sehr niedriges Niveau zurückgefallen

Schaubild 1: Konjunkturelle Entwicklung in den großen Industrieländern



<sup>a</sup> Veränderung gegenüber dem Vorquartal (Jahresrate). – <sup>b</sup> Vereinigte Staaten, Japan, Kanada, Deutschland, Frankreich, Italien und Vereinigtes Königreich. – <sup>c</sup> Deutschland, Frankreich, Italien und Vereinigtes Königreich.

Quelle: OECD (2002), eigene Berechnungen.

sind.<sup>1</sup> Dabei ist die Aktienkursentwicklung der letzten Zeit nicht nur deshalb bedeutsam, weil sie Hinweise auf die Konjunkturerwartung an den Finanzmärkten gibt. Sie ist vielmehr selbst ein Risiko für die Konjunktur, da die Eigenkapitalgewinnung für die Unternehmen erheblich verteuert wird und die mit dem Kursverfall verbundenen Vermögensverluste eine verringerte Ausgabeneigung der privaten Haushalte zur Folge haben können.

### Rückfall in die Rezession?

In der momentan labilen Lage der Weltwirtschaft ist die Gefahr groß, dass ein negativer Schock zu einem neuerlichen konjunkturellen Rückschlag führt. Beispielsweise könnte die wirtschaftliche Unsicherheit im Zuge weltpolitischer Entwicklungen – zurzeit hat insbesondere ein Angriff der Vereinigten Staaten auf den Irak eine beträchtliche Wahrscheinlichkeit – stark zunehmen; auch würde ein ausgeprägter und länger anhaltender Ölpreisanstieg die Konjunktur erheblich belasten. Im Falle eines Rückschlags ergäben sich auch Konsequenzen für die Wirtschaftspolitik. So wäre insbesondere eine weitere Lockerung der Geldpolitik angemessen. Für die Prognose wurden solche Entwicklungen jedoch nicht unterstellt; der Rohölpreis liegt im Prognosezeitraum annahmegemäß bei rund 25 US-Dollar je Barrel North Sea-Brent.

Aber auch für den Fall, dass bedeutende negative Schocks ausbleiben, wird angesichts der insgesamt nur schwachen Aufwärtsentwicklung der Produktion und der sich verschlechternden Frühindikatoren derzeit zunehmend die Gefahr eines ausgeprägten Rückschlags für die Weltwirtschaft gesehen. Teilweise wird diesem Szenario sogar die größte Wahrscheinlichkeit zugeordnet (z.B. Roach 2002). Entscheidend ist dabei der Konjunkturverlauf in den Vereinigten Staaten, zum einen aufgrund der Größe der US-Wirtschaft – gemessen in Kaufkraftparitäten entfallen auf sie 20 Prozent der Weltwirtschaft –, zum anderen wegen ihrer hohen Wachstumsdynamik – 40 Prozent des weltweiten Produktionsanstiegs seit 1995 wurden allein dort erzielt. Die Rolle der Konjunkturlokomotive kann, auch angesichts der strukturell bedingt geringen Dynamik in Westeuropa und in Japan, derzeit wohl von keinem anderen Wirtschaftsraum übernommen werden.

Die Wahrscheinlichkeit eines Rückfalls der US-Wirtschaft in die Rezession halten wir jedoch nach wie vor für gering.<sup>2</sup> Allerdings deutet sich an, dass der Aufschwung entgegen unserer früheren Erwartung in der zweiten Hälfte dieses Jahres noch verhalten bleibt, und auch im kommenden Jahr dürfte die Erholung nur allmählich an Schwung gewinnen.<sup>3</sup> Damit ähnelt der konjunkturelle Verlauf stark der Entwicklung nach der Rezession von 1991, als ebenfalls über eine Reihe von Quartalen nur ein sehr mäßiger Produktionsanstieg – verbunden mit einer

<sup>1</sup> Der Nikkei-225 fiel Anfang September auf ein 19-Jahrestief, der Eurostoxx und der Dow Jones Industrial sanken Ende Juli auf den tiefsten Stand seit rund fünf bzw. vier Jahren. Von diesem Niveau haben sich die Aktienkurse seither nur wenig erholt.

<sup>2</sup> Vgl. hierzu die Analyse, die wir im Frühjahr dieses Jahres vorgelegt haben (Benner et al. 2002: 4 ff.)

<sup>3</sup> Vgl. hierzu im Einzelnen den folgenden Abschnitt „Vereinigte Staaten: Aufschwung beschleunigt sich langsam“.

sich zunächst kaum verbessernden Arbeitsmarktlage – zu verzeichnen war. Maßgeblich für die derzeit geringe Dynamik sind die hemmenden Faktoren, die sich aus der Korrektur der im vergangenen Boom entstandenen Übersteigerungen ergeben; zu nennen sind hier vor allem Überkapazitäten im Unternehmenssektor, insbesondere im IT-Bereich, und die ungewöhnlich niedrige Sparquote der privaten Haushalte.

Hinsichtlich des Kapitalstocks hat sich bereits eine beträchtliche Anpassung ergeben. Der ausgeprägte Rückgang der Unternehmensinvestitionen, nicht zuletzt im IT-Bereich, seit Ende 2000 war die Ursache für die Rezession. Angesichts der relativ kurzen Produktzyklen bei IT-Gütern dürfte sich allmählich ein verstärkter Ersatzbedarf bemerkbar machen und die Nachfrage nach Investitionsgütern von dieser Seite beleben. Gegen einen erneuten Einbruch bei den Investitionen spricht zudem die Entwicklung bei den Auftragseingängen, die in der Tendenz deutlich aufwärtsgerichtet sind. Zwar haben sich die Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen durch die Schwäche an den Aktienmärkten und die Erweiterung der Zinsspanne zwischen Unternehmensanleihen und Staatsanleihen im Sommer verschlechtert. Zu einer zwischenzeitlich befürchteten Kreditklemme, die die Unternehmen zu einer neuerlichen Einschränkung der Investitionen zwingen würde, ist es aber nicht gekommen (Wieseman 2002).

Der private Verbrauch in den Vereinigten Staaten hat sich bislang als sehr robust erwiesen; es wird jedoch angesichts der nochmaligen Vermögensverluste im Zuge des jüngsten Kursverfalls an den Aktienbörsen ein Ende der Expansion befürchtet. In der Tat würde ein drastischer Anstieg der Sparquote die wirtschaftliche Erholung ernstlich gefährden. Solch eine Entwicklung halten wir jedoch nicht für wahrscheinlich, vor allem weil es auch eine Reihe von stützenden Faktoren gibt. So wird der negative Effekt der Aktienbaisse auf das Gesamtvermögen der privaten Haushalte nach wie vor durch den Anstieg der Immobilienpreise gedämpft. Zudem werden die Impulse, die bereits seit geraumer Zeit durch die Refinanzierung von Hypotheken zu günstigeren Konditionen ausgehen, angesichts der in der jüngsten Zeit nochmals erheblich gesunkenen langfristigen Zinsen vorerst anhalten. Schließlich wirkt die Wirtschaftspolitik deutlich anregend: Zum einen ermöglicht das ungewöhnlich billige Zentralbankgeld extrem günstige Finanzierungen, zum anderen nehmen dank der Steuersenkungen die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte trotz relativ schwach steigender Arbeitseinkommen deutlich zu, so dass ein Anstieg der Sparquote durchaus mit einer spürbaren Ausweitung des privaten Verbrauchs vereinbar ist. Vor diesem Hintergrund ist der Einfluss der Aktienkurse auf den privaten Verbrauch nicht so groß, dass die Zunahme des Konsums durch die bisherigen Aktienverluste zum Stillstand gebracht würde. Allerdings sind die dämpfenden Wirkungen der Kursrückgänge beträchtlich. Der Fall der Notierungen seit Jahresbeginn um rund 20 Prozent senkt das Niveau des privaten Verbrauchs für sich genommen um  $1\frac{3}{4}$  Prozent, wobei der größte Teil der Anpassung innerhalb eines halben Jahres erfolgt (Kasten 1). Alles in allem rechnen wir damit, dass der private Verbrauch in den Vereinigten Staaten im kommenden Jahr zwar weiter steigen, die Expansion aber schwächer ausfallen wird als in diesem Jahr.

### Kasten 1: Der Einfluss der Aktienkurse auf den privaten Konsum in den Vereinigten Staaten

Nach den massiven Kurseinbrüchen auf den Aktienmärkten in den vergangenen Monaten stellt sich die Frage, ob dies den privaten Konsum spürbar dämpft und somit eine Gefahr für den konjunkturellen Aufschwung darstellt. Aus der makroökonomischen Theorie ist bekannt, dass die Vermögensbestände der privaten Haushalte deren Konsumentscheidungen beeinflussen.<sup>a</sup> Wie groß die Rolle der Aktienkurse dabei ist, wird jedoch unterschiedlich beurteilt.<sup>b</sup>

Für die Ermittlung des Einflusses der Aktienmärkte auf den privaten Verbrauch in den Vereinigten verwenden wir Quartalsdaten von 1980:1 bis 2002:1.<sup>c</sup> Der gängigen Vorgehensweise folgend spezifizieren wir den privaten Konsum  $C$  in Abhängigkeit vom verfügbaren Erwerbseinkommen  $Y$  und vom Aktienvermögen  $W^A$ , vom übrigen Finanzvermögen abzüglich der Verbindlichkeiten (mit Ausnahme der Konsumentenkredite und Hypothekarkredite)  $W^F$ , vom Nichtfinanzvermögen abzüglich der Hypothekarkredite  $W^N$  und von den Konsumentenkrediten  $W^K$ .

Die Schätzung dieses langfristigen Zusammenhangs in Form eines Fehlerkorrekturmodells ergibt:

$$\begin{aligned}
 [1] \quad c_t &= 0,017 - 0,549 \\
 &\quad (0,25) \quad (-7,22) \\
 &\times \left[ c_{t-1} - 0,597 y_{t-1} - 0,147 w_{t-1}^A - 0,064 w_{t-1}^F - 0,083 w_{t-1}^N - 0,103 w_{t-1}^K \right] \\
 &+ 0,230 \Delta c_{t-2} - 0,22 \Delta c_{t-4} + 0,268 \Delta y_t + 0,038 \Delta w_t^A - 0,030 \Delta w_{t-3}^A \\
 &\quad (3,12) \quad (-3,17) \quad (5,42) \quad (3,09) \quad (-2,25) \\
 &- 0,034 \Delta w_{t-4}^A + 0,297 \Delta w_t^N - 0,142 \Delta w_{t-2}^N + 0,487 \Delta w_t^K - 0,033 D2000 : 2 \\
 &\quad (-2,71) \quad (-4,32) \quad (-2,19) \quad (8,47) \quad (-3,38) \\
 &- 0,019 D91 : 4 \\
 &\quad (-2,60) \\
 \bar{R}^2 &= 0,67; DW = 2,23; AR(1) = 0,340; AR(4) = 0,303; AR(8) = 0,249 : \\
 ARCH(1) &= 0,005; ARCH(12) = 0,815; BJ = 0,470.
 \end{aligned}$$

Hierbei bezeichnen kleine Buchstaben die Logarithmen der jeweiligen Größen, und bezeichnet die erste Differenz. Alle Variablen sind preisbereinigte Pro-Kopf-Größen,<sup>d</sup> in Klammern sind die Werte der  $t$ -Statistik angegeben. Die Lagstruktur wurde so spezifiziert, dass die Residuen frei von Autokorrelation sind.

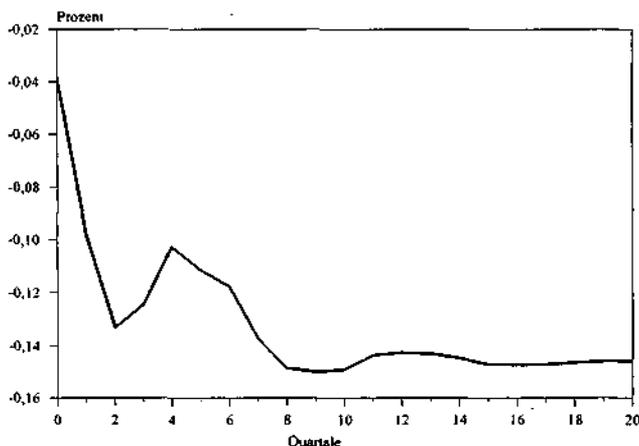
Um den Einfluss der Aktienkurse auf den privaten Konsum zu bestimmen, unterstellen wir zunächst, dass sich Kursänderungen voll auf das Aktienvermögen ( $W^A$ ) übertragen. Demzufolge verringert sich der private Konsum bei einem einprozentigen Rückgang der Aktienkurse langfristig um 0,147 Prozent.<sup>e</sup> Die Wirkung setzt rasch ein: Nach zwei Quartalen liegt der Effekt bei knapp 0,14 Prozent, der volle Effekt wird aber erst nach etwa acht Quartalen erreicht (Schaubild). Einen deutlich geringeren Einfluss hat mit 0,083 Prozent beispielsweise eine Änderung des Wertes der Nichtfinanzanlagen, wie etwa des Immobilienbesitzes.

Es muss allerdings berücksichtigt werden, dass nicht alle der in der hier als Aktienvermögen ( $W^A$ ) bezeichneten Variable<sup>f</sup> enthaltenen Anlagen eng mit den Aktienkursen korrelieren. Kursschwankungen übertragen sich vermutlich auf Corporate Equities,

## Kasten 1: Fortsetzung

Mutual Fund Shares und Investment in Bank Personal Trust voll. auf Security Credit und Pension Fund Reserves dagegen nur zu 50 Prozent und auf die restlichen Größen nur sehr schwach. Insgesamt dürften etwa 60 Prozent der Anlagen in der Variable  $W^A$  vom Aktienkurs abhängig sein. Ein Einbruch der Aktienkurse um 10 Prozent führt somit über den Vermögenseffekt langfristig zu einem Konsumrückgang von etwa 0,88 Prozent. Bei dem seit Jahresbeginn 2002 zu verzeichnenden Rückgang von etwa 20 Prozent ergibt sich langfristig eine Abnahme des privaten Konsums um  $1\frac{3}{4}$  Prozent.

Schaubild: Reaktion des Konsums auf eine einprozentige Minderung des Aktienvermögens



<sup>a</sup> Vgl. hierzu etwa Barro und Grilli (1994). – <sup>b</sup> Der Chairman der Fed Alan Greenspan (2000) erklärte beispielsweise, dass jeder zusätzliche Dollar an Aktienvermögen sich in einer Erhöhung des Konsums um 3 bis 4 US-Cent niederschlägt. Verschiedene empirische Untersuchungen beziffern den Effekt auf 3 bis 15 US-Cent. – <sup>c</sup> Die verwendeten Daten sind den National Accounts des Bureau of Economic Analysis bzw. dem Flow of Funds Accounts of the United States des Federal Reserve Board entnommen. – <sup>d</sup> Soweit keine realen Variablen zur Verfügung standen, erfolgte die Preisbereinigung mittels des Deflators des privaten Verbrauchs. – <sup>e</sup> Aus dem Verhältnis zwischen der Vermögensgröße  $W^A$  und dem Konsum (für den Zeitraum 1999–2002 beträgt es 4) sowie der langfristigen Elastizität ergibt sich die langfristige marginale Konsumneigung bezüglich des Aktienvermögens. Demnach hat eine Änderung des Aktienkurses um einen US-Dollar langfristig eine Veränderung des privaten Konsums von 3,68 US-Cent zur Folge. Der Effekt liegt somit im Bereich der oben erwähnten Untersuchungen. – <sup>f</sup> Hierin sind folgende Größen enthalten (Gewichte zum Jahresende 2001): Corporate Equities (23,6%), Mutual Fund Shares (11,9 Prozent), Security Credit (1,8 Prozent), Life Insurance Reserves (3,5 Prozent), Pension Fund Reserves (34,7 Prozent), Investment in Bank Personal Trust (3,6 Prozent), Equity in Noncorporate Business (19,5 Prozent) und sonstige Assets (1,4 Prozent).

Auch wenn es wohl nicht zu einer erneuten Rezession in den Vereinigten Staaten kommen wird, sind die Belastungen der Konjunktur, die sich aus dem Nachlass des vergangenen Booms ergeben, beträchtlich. Daher dürfte die Erholung nur allmählich an Tempo gewinnen. Damit werden im Prognosezeitraum für andere Regionen der Weltwirtschaft von der amerikanischen Konjunktur zwar weitere Anregungen ausgehen; sie werden aber im Vergleich zur zweiten Hälfte der neunziger Jahre gering sein.

Das gegenwärtige Niveau der Notenbankzinsen sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in Westeuropa halten wir für angemessen. Eine Zinssenkung, wie sie vielfach gefordert wird, wäre aus unserer Sicht nur dann angebracht, wenn sich die Konjunktur stark abkühlen oder die Gefahr einer Deflation virulent würde. Bei der Bewertung ist zum einen zu berücksichtigen, dass die Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten im vergangenen Jahr verglichen mit früheren Rezessionsphasen relativ wenig unter das Normalmaß gesunken ist. Was die Perspektiven für die Preisentwicklung betrifft, so sind Deflationsbefürchtungen, wie sie vereinzelt geäußert werden (z. B. DeLong 2002), nach unserer Einschätzung unberechtigt. Zwar hat sich die Verbraucherpreisinflation im Laufe dieses Jahres sowohl in den Vereinigten Staaten wie im Euroraum verringert, die Produzentenpreise waren sogar zeitweise rückläufig. Doch spielen hier temporäre Faktoren und Sonderentwicklungen vor allem bei den Energiepreisen eine wichtige Rolle. Die Kernrate der Inflation ist kaum zurückgegangen. Die Lohnentwicklung verläuft stetig und signalisiert nicht, dass der Preisauftrieb von der Kostenseite her nachhaltig gedämpft wird. Auch lassen die Inflationserwartungen nach allen verfügbaren Maßstäben<sup>4</sup> nicht auf eine deflationäre Entwicklung schließen.

### **Vereinigte Staaten: Aufschwung beschleunigt sich langsam**

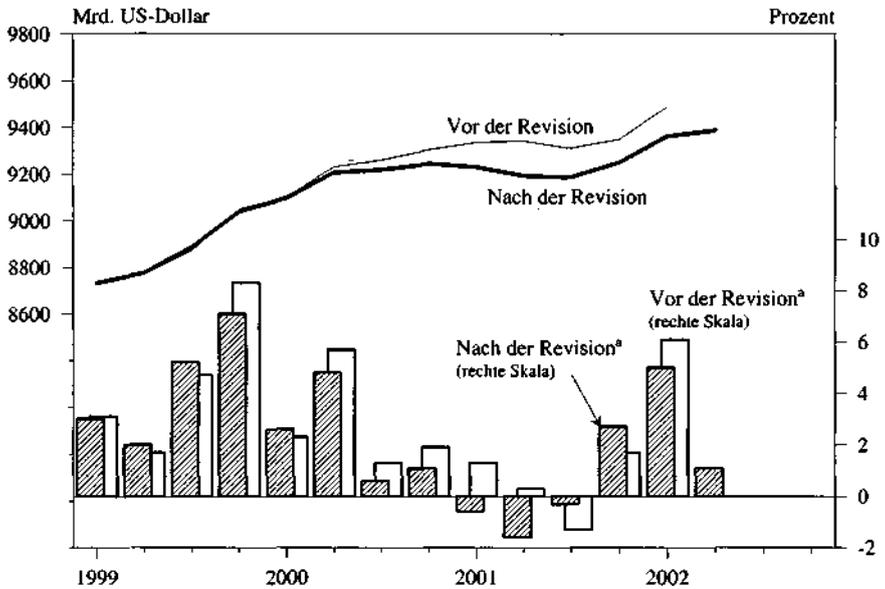
Die konjunkturelle Erholung in den Vereinigten Staaten verlief in der ersten Jahreshälfte 2002 insgesamt moderat. Zwar stieg das Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal insbesondere aufgrund der starken Verlangsamung des Lagerabbaus kräftig, die Endnachfrage nahm aber sowohl im ersten wie auch im zweiten Quartal nur mäßig zu. Positiv zu vermerken ist, dass die Produktivität außerhalb der Landwirtschaft im zurückliegenden Halbjahr kräftig anstieg. Der seit Mitte der neunziger Jahre im Vergleich zu den siebziger und achtziger Jahren deutlich erhöhte Produktivitätstrend scheint ungebrochen. Dies weist darauf hin, dass die amerikanische Wirtschaft auch weiterhin über eine hohe Leistungsfähigkeit verfügt. Diese Einschätzung bleibt auch nach der jüngsten Datenrevision erhalten, der zufolge die Rezession im vergangenen Jahr deutlich stärker war und länger anhielt als zunächst angenommen; das Bruttoinlandsprodukt war in den

---

<sup>4</sup> Sowohl die Erwartungen an den Finanzmärkten – etwa gemessen an der Break-Even-Inflationsrate von indexierten Staatsanleihen – als auch diejenige der privaten Haushalte – entsprechende Umfragen liegen allerdings nur für die Vereinigten Staaten vor – sind auf einen stabilen und deutlich positiven Preisanstieg gerichtet. Auch die privaten Konjunkturbeobachter erwarten im Mittel keinen erheblichen Rückgang der Inflation, geschweige denn eine Deflation – eine Einschätzung, die von den internationalen Organisationen geteilt wird.

ersten drei Quartalen des Jahres 2001 rückläufig (Schaubild 2), der Anstieg im Jahresdurchschnitt betrug nur 0,3 Prozent statt 1,2 Prozent.

Schaubild 2: Reales Bruttoinlandsprodukt in den Vereinigten Staaten vor und nach der Revision



<sup>3</sup> Veränderung gegenüber dem Vorquartal (Jahresrate).

Quelle: U.S. Department of Commerce (2002).

Trotz der starken Kursverluste am Aktienmarkt und der damit verbundenen Verschlechterung der Einkommens- und Vermögenssituation der privaten Haushalte blieb der private Verbrauch bis zuletzt Stütze für die Konjunktur. Die Nachfrage nach Kraftfahrzeugen expandierte, angeregt durch die günstigen Finanzierungsmöglichkeiten, im ersten Halbjahr 2002 weiterhin kräftig. Insbesondere die Reduzierung der Einkommensteuersätze und der damit verbundene Anstieg des verfügbaren Einkommens dürften den Konsum angetrieben haben. Förderlich wirkte zudem die Erhöhung der Immobilienpreise, der die Vermögenssituation der Haushalte für sich genommen verbesserte. Indes gibt es wegen der seit einigen Jahren beschleunigt steigenden Immobilienpreise die Befürchtung, dass eine spekulative Blase entstanden sein könnte, die, wenn sie platzen sollte, zu einem Rückgang des privaten Konsums führen könnte. Zwar flachte sich zuletzt der Anstieg der Immobilienpreise ab. Anzeichen für einen Einbruch am Immobilienmarkt gibt es bislang aber nicht; die Nachfrage ist unverändert lebhaft. Es ist zweifelhaft, ob tatsächlich eine spekulative Blase vorliegt; denn der Anteil des Immobilienvermögens am Gesamtvermö-

gen der privaten Haushalte bewegt sich auf seinem langjährigen Durchschnitt (knapp 30 Prozent), und auch das Verhältnis von Verbindlichkeiten aus Hypothekarkrediten zum Gesamtvermögen ist nicht ungewöhnlich hoch. Belastet wurde der Konsum durch die ungünstige Situation auf dem Arbeitsmarkt. Die Unternehmen halten sich, um Kosten zu sparen, mit Neueinstellungen noch zurück. So nahm die Beschäftigung im Sommer kaum zu, und die Arbeitslosenquote verharrte auf dem im Frühjahr erreichten Niveau von knapp 6 Prozent.

Die Lage im Bereich der privaten Anlageinvestitionen hat sich verbessert: Der Wohnungsbau expandierte zügig, die Investitionen in Ausrüstungen und Software stiegen im Frühjahr dieses Jahres erstmals seit Ende 2000 wieder an, und die Auftragslage für die Produzenten langlebiger Wirtschaftsgüter verbesserte sich zunehmend. Lediglich die Wirtschaftsbauinvestitionen sanken bis zuletzt kräftig. Die Ausfuhr expandierte im Frühjahr deutlich; dem stand aber ein erheblich größerer Anstieg der Importe gegenüber, und der Außenbeitrag verringerte sich weiter.

Die Notenbank beließ die Federal Funds Rate bei 1,75 Prozent. Von diesem Zinsniveau gehen nach wie vor deutliche Anregungen aus. Zwar sank die Inflation gemessen am Konsumentenpreisindex in den vergangenen Monaten spürbar; zuletzt lag sie im Vorjahresvergleich bei 1,5 Prozent. Die Kerninflationsrate, die ein besserer Indikator für die Inflationserwartungen ist, ging aber seit Jahresbeginn nur leicht auf 2,3 Prozent zurück. Der auf der Basis der Kerninflationsrate berechnete Realzins ist somit nach wie vor negativ. Die Zinsen für 10-jährige Staatsanleihen sanken, nach einem zwischenzeitlichen Anstieg im Frühjahr, in den Sommermonaten weiter und haben einen langjährigen Tiefstand erreicht. Die Geldmenge M2 expandierte in den vergangenen Monaten kräftig, nachdem sie vorübergehend gesunken war. Gegenüber dem Euro und dem Yen wertete der Dollar seit dem Frühjahr deutlich ab. Insgesamt wirken die monetären Rahmenbedingungen also anregend auf die Konjunktur. Für den weiteren Jahresverlauf rechnen wir nicht mit einer Änderung bei den Leitzinsen, da die Erholung noch schleppend verläuft und sich die Arbeitsmarktlage kaum verbessert. Im kommenden Jahr wird sich die Konjunktur zunehmend festigen. Angesichts der Tatsache, dass die Unterauslastung nicht groß ist und die Zinsen äußerst niedrig sind, dürfte die Zentralbank die monetären Zügel schon bald straffen. Wir rechnen damit, dass die Federal Funds Rate bis Ende 2003 auf 3,5 Prozent angehoben wird. Damit verringert die Fed den Expansionsgrad ihrer Politik allmählich.

Die Situation der öffentlichen Haushalte hat sich weiter verschlechtert. In der ersten Jahreshälfte 2002 geriet der Staatshaushalt nach Jahren der Überschüsse ins Defizit. Ursachen hierfür sind zum einen geringere Steuereinnahmen als Folge der schwachen Konjunktur, des Rückgangs der Aktienkurse sowie einer Senkung der Steuersätze. Zum anderen wurden die Staatsausgaben, vor allem für Subventionen und Rüstung, kräftig ausgeweitet. Als Folge drohte die Staatsverschuldung im April, das vom Kongress festgelegte Limit von 5,95 Billionen US-Dollar zu überschreiten. Vorübergehend wurden Pensionszahlungen im öffentlichen Dienst ausgesetzt, bevor der Kongress Ende Juni

die Verschuldungsgrenze auf 6,4 Billionen Dollar erhöhte. Das Budgetdefizit dürfte im Haushaltsjahr 2002, das am 30. September endet, im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt gut 1,5 Prozent betragen. Im nächsten Jahr werden nur noch geringe Anregungen von der Finanzpolitik ausgehen. Zwar werden die Steuern abermals gesenkt, die Ausgaben werden aber nur geringfügig steigen. Das Defizit des Gesamtstaates wird ähnlich groß ausfallen wie in diesem Jahr.<sup>5</sup>

Bei dieser Wirtschaftspolitik wird die Konjunktur in den Vereinigten Staaten allmählich anziehen. Der private Konsum dürfte allerdings vorerst nur verhalten zulegen. Hierauf deutet das Verbrauchervertrauen hin, das sich nicht zuletzt infolge der starken Aktienkursrückgänge eintrübte. Anhaltend niedrige Aktienkurse dürften den privaten Konsum zwar erheblich schwächen.<sup>6</sup> Dem steht aber zum einen der Anstieg des Immobilienvermögens, den wir unterstellen, entgegen, zum anderen die niedrigen Zinsen und eine deutliche Zunahme des verfügbaren Einkommens. Insgesamt rechnen wir mit einer Ausweitung des privaten Verbrauchs in den Jahren 2002 und 2003 um 2,9 bzw. 2,3 Prozent. Die Investitionen in Ausrüstungen und Software haben offenbar ihren Tiefpunkt durchschritten; aufgrund verbesserter Ertragsperspektiven und allmählich zunehmender Kapazitätsauslastung dürften sie im Verlauf des Prognosezeitraums mit steigenden Raten expandieren. Bei den Wirtschaftsbauinvestitionen wird eine Erholung vermutlich erst gegen Jahresende einsetzen, wenn das Erweiterungsmotiv wieder an Bedeutung gewinnt. Die Exporteure werden im weiteren Verlauf dieses Jahres und im kommenden Jahr von der Dollarschwäche und einer anziehenden Weltkonjunktur profitieren. Der Außenbeitrag dürfte sich in realer Rechnung gleichwohl weiter verringern, wenn auch nicht mehr so stark wie zuletzt. Alles in allem rechnen wir mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 2,3 Prozent in diesem und 3,1 Prozent im nächsten Jahr. Die Arbeitslosenquote dürfte sich bis zum Ende dieses Jahres nur geringfügig ändern; im kommenden Jahr wird sich die konjunkturelle Erholung allmählich stärker auf dem Arbeitsmarkt niederschlagen; für den Jahresdurchschnitt erwarten wir eine Arbeitslosenquote von 5,5 Prozent. Der Anstieg der Verbraucherpreise bleibt moderat. Im Jahresdurchschnitt 2002 dürfte er bei 1,6 Prozent liegen, mit zunehmendem Druck von den Importpreisen und konjunkturell bedingt leicht zunehmenden Preiserhöhungsspielräumen wird er sich im nächsten Jahr auf 2,3 Prozent beschleunigen.

### **Japan verlässt das Konjunkturtal**

Die japanische Konjunktur hat sich im ersten Halbjahr 2002 aus der Rezession gelöst. Die gesamtwirtschaftliche Produktion stieg mit einer laufenden Jahresrate von 1,3 Prozent, während die Industrieproduktion, die Ende 2001 regelrecht weggebrochen war, seit Jahresbeginn sogar um 5,6 Prozent

<sup>5</sup> Sollte es zu einer militärischen Auseinandersetzung mit dem Irak kommen, wären erhebliche zusätzliche Ausgaben die Folge. Die Haushaltslage dürfte sich dann deutlich verschlechtern.

<sup>6</sup> Vgl. hierzu die empirische Untersuchung im vorigen Abschnitt (Kasten 1).

zulegte. Zwar wird nach den umfangreichen Revisionen der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (Kasten 2) für das erste Quartal nur noch eine Stagnation statt des vorher gemeldeten starken Anstiegs ausgewiesen, doch deuten auch die neuen Zahlen darauf hin, dass eine konjunkturelle Erholung eingesetzt hat.

Kräftige Impulse kamen von der Auslandsnachfrage; die Ausfuhr expandierte seit Anfang 2002 mit laufenden Jahresraten von über 20 Prozent. Anregend wirkte im ersten Halbjahr die niedrige Bewertung des Yen. Bedeutsam war überdies, dass sich die Nachfrage im übrigen asiatischen Raum kräftig erholte. So verzeichneten die Exporte Japans in die Region die höchsten Zuwachsraten. Neben der günstigen Entwicklung im Außenhandel war wichtig, dass sich auch die inländische Nachfrage belebte. Der private Verbrauch stieg im Verlauf des ersten Halbjahres um 1,5 Prozent. Gleichzeitig hat sich der Rückgang der privaten Anlageinvestitionen, der Mitte 2001 eingesetzt hatte, deutlich verlangsamt, genauso wie der Lagerabbau.

Bei dem nur leichten Anstieg der Produktion hat sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt kaum gebessert. Zwar ging die Arbeitslosenquote von ihrem Höhepunkt im März (5,7 Prozent) auf zuletzt 5,5 Prozent zurück. Dies war jedoch maßgeblich durch einen Rückzug von Arbeitslosen in die stille Reserve bedingt. Die Zahl der Beschäftigten nahm in der Tendenz weiter ab, nur zuletzt wurde ein geringfügiger Anstieg verzeichnet. Auch hinsichtlich der Deflation ist die Lage immer noch angespannt. Zwar waren die Preise im Verlauf des ersten Halbjahres leicht gestiegen, doch lag dies vor allem an Preiserhöhungen bei frischem Obst und an den infolge des schwachen Yen/Dollar-Kurses gestiegenen Importpreisen. In den Monaten Juni und Juli, in denen sich der Yen aufwertete, waren die Verbraucherpreise wieder leicht rückläufig.

Die Geldpolitik war zu Beginn des Jahres deutlich expansiv ausgerichtet. Aber selbst kurzfristige Zinsen nahe null und Zuwachsraten der Zentralbankgeldmenge von über 30 Prozent übersetzten sich nicht in niedrigere Realzinsen und in einem kräftigen Anstieg der breiteren Geldmengen. Seit dem Frühjahr hat die Bank von Japan die Zentralbankgeldmenge sogar kaum noch ausgedehnt. Dies könnte zur Folge haben, dass die Bevölkerung die von der Zentralbank angekündigte expansive Geldpolitik zur Beendigung der Deflation nicht für glaubwürdig hält, was die Wirksamkeit dieser Politik in Frage stellen könnte.

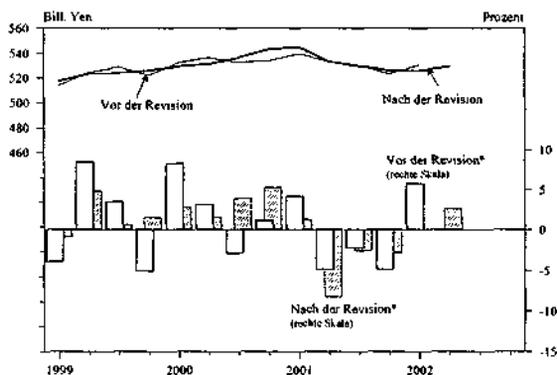
Dieser Eindruck wird auch gestützt von dem Verhalten der Bank von Japan bezüglich des Wechselkurses. So hat sie erst relativ spät versucht, einer Aufwertung des Yen durch Devisenmarktinterventionen entgegenzuwirken. Sie kaufte im Mai und im Juni für eine Rekordsumme von vier Billionen Yen (0,76 Prozent des Bruttoinlandprodukts) Dollar und zu geringen Teilen auch Euro ein, um die eigene Währung zu schwächen und so zu verhindern, dass die anregenden Wirkungen für die Exporte fortfallen. Es gelang zwar, die Aufwertung des Yen in Grenzen zu halten, doch steht der Yen/Dollar-Kurs jetzt ungefähr bei seinem Wert vom September vergangenen Jahres (rund 118 Yen/Dollar); der zwischenzeitliche Gewinn an preislicher Wettbewerbsfähigkeit wurde also wieder zunichte gemacht. Damit haben sich die monetären Rahmenbedingungen

## Kasten 2: Zur Revision der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung in Japan

Im zweiten Quartal 2002 wurden revidierte Zahlen zum japanischen Bruttoinlandsprodukt auf der Basis eines neuen Schätzverfahrens<sup>a</sup> vorgelegt. Die Neuerung besteht in einer stärkeren Berücksichtigung von Daten der Entstehungsseite des Bruttoinlandsprodukts. Zudem wird die Saisonbereinigung nun bei jeder Veröffentlichung neu vorgenommen. Bisher geschah dies nur einmal im Jahr. Auch Revisionen der Ursprungswerte erfolgen häufiger. Außerdem stehen die ersten Veröffentlichungen des Bruttoinlandsprodukts nun früher zur Verfügung, allerdings zu dem Preis, dass einige Statistiken zum Zeitpunkt der Schätzung der ersten Schätzung noch nicht vorliegen.<sup>b</sup>

Wesentliche methodische Veränderungen gab es bei der Ermittlung des privaten Verbrauchs, der in der Vergangenheit meist sehr starken Revisionen unterlag. Die Einzelhandelsumsätze hatten bisher oft eine gegenläufige Tendenz zu den Zahlen der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung aufgewiesen, was erhebliche Zweifel an deren Aussagefähigkeit aufkommen ließ. Das neue Verfahren orientiert sich sowohl an verwendungs- als auch an entstehungsseitigen Daten. Gleichzeitig stützt sich die Ermittlung des privaten Verbrauchs von nun an nicht mehr auf die sehr volatilen Daten von Einpersonenhaushalten. Diese Korrektur hatte zur Folge, dass der starke Konsumzuwachs, der zunächst für das erste Quartal 2002 ausgewiesen worden war, fast vollständig zurückgenommen wurde, so dass auch der Verlauf des realen Bruttoinlandsprodukts nun wesentlich glatter ist (Schaubild).

Schaubild: Reales Bruttoinlandsprodukt in Japan vor und nach der Revision



\* Änderung gegenüber dem Vorquartal (Jahresrate).

Quelle: Cabinet Office (2002b).

Um eine raschere Veröffentlichung der Daten zum Bruttoinlandsprodukt zu erreichen, wurde das Verfahren zur Ermittlung der privaten Anlageinvestitionen modifiziert. Insbesondere werden sie in der ersten vorläufigen Schätzung nur als Restgröße von Gesamtinvestitionen abzüglich der Wohnungsbauinvestitionen und der öffentlichen Investitionen ermittelt, da die relevanten Unternehmenstatistiken zum Veröffentlichungszeitpunkt noch nicht vorliegen. Bei anderen Komponenten gibt es nur geringe Änderungen. Alles in allem dürfte das neue Schätzverfahren die Qualität der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung, deren Ergebnisse in den vergangenen Jahren zunehmend in Frage gestellt wurden, erheblich verbessern.

<sup>a</sup> Cabinet Office (2002a). – <sup>b</sup> Matsuoka und Kanou (2002).

deutlich verschlechtert. Für das nächste Jahr erwarten wir jedoch, dass der Dollar mit einem Anziehen der Zinssätze in den Vereinigten Staaten wieder etwas an Wert gewinnen wird. Gleichzeitig unterstellen wir, dass die japanische Zentralbank an ihrer Nullzinspolitik festhalten und reichlich Liquidität bereitstellen wird.

Von Seiten der Finanzpolitik sind im Prognosezeitraum kaum Impulse zu erwarten. Auch wenn es der Regierung Koizumi bis jetzt nicht gelungen ist, nennenswerte Einsparungen durchzusetzen, so wurden doch keine umfassenden Nachtragshaushalte aufgelegt. Vor allem von kostspieligen Infrastrukturprojekten, wie sie noch Anfang 2001 zur Ankurbelung der japanischen Wirtschaft beschlossen wurden, wird nun abgesehen. Dieser Ansatz zur Sparpolitik zeigt sich an den öffentlichen Investitionen, die im ersten Halbjahr mit einer laufenden Jahresrate von 5,2 Prozent zurückgingen. Trotzdem wird das Budgetdefizit auch dieses Jahr hoch bleiben (7 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt). Die Kontinuität einer konsolidierungsorientierten Politik ist gefährdet, da deren Notwendigkeit selbst in der Regierungspartei umstritten ist. Reformgegner, die auf höhere Staatsausgaben drängen, gewinnen zurzeit an Einfluss, und die Zweifel daran, dass Koizumi wirksame Reformen durchsetzen kann, nehmen zu. Wir unterstellen gleichwohl für unsere Prognose, dass die Regierung auch weiterhin keine zusätzlichen Ausgabenprogramme verabschiedet. Eine für das Jahr 2003 geplante Steuersenkung wird unserer Ansicht nach nur gering sein. Alles in allem erwarten wir, dass die Fiskalpolitik im Prognosezeitraum in etwa neutral wirkt.

Angesichts dieser Rahmenbedingungen und bei einer sich nur zögerlich kräftigenden Weltkonjunktur kann für den Prognosezeitraum lediglich mit einer moderaten Erholung gerechnet werden. Das Konsumklima hatte sich zwar seit Beginn des Jahres gebessert, doch spiegelte sich die Konjunkturschwäche in den Vereinigten Staaten und der Einbruch der Aktienkurse zuletzt deutlich in der Stimmung. So wird der private Konsum – auch wegen einer nur leichten Zunahme des real verfügbaren Einkommens – weiterhin lediglich schwach expandieren. Die Ausrüstungsinvestitionen dürften in den kommenden Monaten wieder anspringen; hierauf deuten gestiegene Auftragseingänge im Maschinenbau hin. Gleichzeitig scheinen die Lagerbestände ein so niedriges Niveau erreicht zu haben, dass eine starke Verlangsamung des Lagerabbaus zu erwarten ist. Dies dürfte erheblich zum Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts im Verlauf des Prognosezeitraums beitragen. Die Exporte werden davon profitieren, dass die Wirtschaft im übrigen asiatischen Raum weiter recht kräftig expandiert; trotz der jüngsten Aufwertung des Yen gegenüber dem Dollar ist mit einer deutlichen Zunahme der Ausfuhr zu rechnen. Alles in allem erwarten wir für das Jahr 2003 einen Zuwachs des Bruttoinlandprodukts um 1,7 Prozent, nachdem die gesamtwirtschaftliche Produktion in diesem Jahr trotz eines Anstiegs im Verlauf um 0,5 Prozent schrumpft. Die Lage am Arbeitsmarkt wird sich im Prognosezeitraum nicht wesentlich verbessern. Ein Ende der Deflation auf der Verbraucherstufe ist auch weiterhin nicht absehbar. Allerdings dürfte der Preisrückgang im Jahr 2003 niedriger ausfallen als in diesem Jahr.

## **Euroland: Aufschwung verzögert sich**

Die Konjunktur im Euroraum erholte sich im ersten Halbjahr 2002 nur langsam.<sup>7</sup> Das reale Bruttoinlandsprodukt stieg mit einer laufenden Jahresrate von lediglich 1,5 Prozent. Damit blieb die Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion – wie auch im Verlauf von 2001 – spürbar hinter der Wachstumsrate des Produktionspotentials zurück. Maßgeblich für das geringe Expansionstempo war, dass die Binnennachfrage annähernd stagnierte. Die Unternehmensinvestitionen blieben angesichts der niedrigen Kapazitätsauslastung und ungewisser Absatz- und Ertragsersparungen abwärts gerichtet. Die privaten Haushalte weiteten ihre Konsumausgaben vor dem Hintergrund des Preisschubs zu Jahresanfang und der verschlechterten Beschäftigungsperspektiven nur wenig aus. Hingegen nahmen die Lieferungen in das Ausland nach der Jahreswende spürbar zu. Im Zuge der Erholung der Weltkonjunktur wurden vermehrt Güter aus dem Euroraum nachgefragt, wenngleich die Dynamik deutlich geringer war als zu Beginn des Aufschwungs 1999/2000. Unterdessen hat sich die Lage am Arbeitsmarkt weiter eingetrübt. Der Beschäftigungsaufbau hat sich seit Jahresanfang spürbar verlangsamt, und die Arbeitslosenquote hat ihren Anstieg fortgesetzt, auf zuletzt 8,3 Prozent. Der Preisauftrieb hat sich seit Jahresanfang deutlich abgeschwächt. Die Inflationsrate lag im August mit 2,1 Prozent nur noch leicht über dem Zielkorridor der Europäischen Zentralbank (EZB). Für die kommenden Monate ist angesichts der schwachen Konjunktur damit zu rechnen, dass sich der Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex weiter abflacht.

Die EZB hat der schwächer als erwartet ausgefallenen Konjunktur Rechnung getragen und ihren Leitzins auf dem im Herbst vergangenen Jahres erreichten niedrigen Niveau belassen. Auch real gerechnet liegt der kurzfristige Zinssatz derzeit deutlich unter seinem langjährigen Durchschnitt, so dass von der Geldpolitik anregende Wirkungen auf die Konjunktur ausgehen. Wir erwarten, dass die EZB ihre Zinsen bis Anfang 2003 unverändert lassen wird. Sie wird die geldpolitischen Zügel ab Frühjahr kommenden Jahres straffen, wenn der Konjunkturaufschwung gefestigt sein wird. Angesichts der niedrigen gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung dürfte die EZB aber bis zum Ende des Prognosezeitraums auf einem expansiven Kurs bleiben. Die Finanzpolitik wird im kommenden Jahr auf einen restriktiven Kurs einschwenken. Insbesondere die großen Mitgliedstaaten des Währungsraums werden wegen einer drohenden Verfehlung der Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts Konsolidierungsmaßnahmen ergreifen.

Die Frühindikatoren deuten darauf hin, dass die konjunkturelle Dynamik bis Ende dieses Jahres schwach bleiben wird. So haben sich die von der Europäischen Kommission zusammengestellten Stimmungsindikatoren in den vergangenen Monaten spürbar eingetrübt. Auch der Einkaufsmanagerindex neigte zuletzt zur Schwäche, nachdem er bis zum Frühjahr einen kräftigen Aufschwung signalisiert hatte. Unserer Einschätzung nach ist die Verschlechterung der Stimmung nur vorübergehend. Die Voraussetzungen für einen Aufschwung sind weiter gegeben. So dürfte sich die Konjunktur in den Vereinigten Staaten in

---

<sup>7</sup> Für eine ausführliche Analyse der Konjunktur im Euroraum siehe Carstensen et al. (2002).

den kommenden Monaten wieder festigen, angeschoben durch die sehr expansive Geldpolitik. Die europäischen Ausfuhren werden von der Erholung der Weltkonjunktur profitieren, wenngleich ihre Expansion zunächst durch die Aufwertung des Euro gedämpft wird. Im kommenden Jahr dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion weiter an Schwung gewinnen und spürbar schneller expandieren als das Produktionspotential. Die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten werden aber auch am Ende des Prognosezeitraums noch unterausgelastet sein.

Alles in allem rechnen wir mit einem Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um 0,8 Prozent in diesem und um 2,3 Prozent im kommenden Jahr. Erfahrungsgemäß reagiert der Arbeitsmarkt mit Verzögerung auf die Konjunktur; die Arbeitslosigkeit dürfte erst ab Frühjahr zu sinken beginnen. Die Arbeitslosenquote wird 2003 angesichts des hohen Niveaus zu Jahresbeginn 8,2 Prozent betragen, nach 8,3 Prozent in diesem Jahr. Der Preisauftrieb dürfte bis weit in das kommende Jahr hinein moderat sein. Erst gegen Ende des kommenden Jahres werden die Unternehmen vor dem Hintergrund des gefestigten Aufschwungs wieder größere Preiserhöhungsspielräume haben. Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex wird 2002 sein Niveau im Vorjahr um 2,1 Prozent übertreffen, 2003 dürfte die Inflationsrate 1,6 Prozent betragen.

### **Allmähliche Belebung im Vereinigten Königreich**

Im Vereinigten Königreich zeichnet sich eine Überwindung der konjunkturellen Flaute ab, die das Winterhalbjahr 2001/2002 geprägt hat. Die gesamtwirtschaftliche Produktion hat im zweiten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von 2,4 Prozent zugenommen. Damit kehrte das Tempo der wirtschaftlichen Expansion in den Bereich des mittelfristigen Trends zurück. Der Dienstleistungssektor legte nach vorübergehender Stagnation zuletzt erneut kräftig zu, worin sich vor allem die lebhaftere Konsumnachfrage der privaten Haushalte spiegelte. Dagegen schrumpfte die Produktion im verarbeitenden Gewerbe im sechsten Quartal in Folge; dies war vor allem auf die ungünstige Weltkonjunktur und den hohen Außenwert des Pfund Sterling zurückzuführen. Die Ausgaben der privaten Haushalte wurden angesichts einer unverändert guten Arbeitsmarktlage und niedriger Kreditzinsen zuletzt wieder spürbar ausgeweitet. Besonders stark nahm die Nachfrage des Staates zu. Die Unternehmensinvestitionen stiegen im zweiten Quartal erstmals seit anderthalb Jahren wieder leicht. Die Belebung blieb allerdings auf den Dienstleistungssektor beschränkt, der im Schnitt gut 70 Prozent der Unternehmensinvestitionen realisiert. Die Exporte erholten sich nach dem starken Rückgang im Vorjahr rascher als die Importe. Gleichwohl blieb der Außenbeitrag in realer Rechnung in der ersten Jahreshälfte negativ.

Der Arbeitsmarkt zeigt sich erstaunlich robust. Die Beschäftigung stieg trotz der zeitweisen Stagnation der Produktion auch im ersten Halbjahr spürbar an. Die Arbeitslosenrate (ILO-Definition) und die Rate der Empfänger von Arbeitslosenunterstützung haben sich seit über einem Jahr kaum verändert; sie lagen zuletzt bei 5,1 bzw. 3,1 Prozent.

Der Verbraucherpreisauftrieb, der sich im zweiten Quartal abgeschwächt hatte, beschleunigte sich zuletzt wieder. Gemessen am HVPI betrug er im Juli 1,1 Prozent. Gemessen am RPIX, dem Index der Einzelhandelspreise ohne Hypothekenzinsen, an dem sich die Notenbank orientiert, lag die Inflation im Juli bei 2,0 Prozent. Sie befindet sich damit weiterhin unter der von der Notenbank angestrebten Zielmarke (2,5 Prozent), jedoch noch innerhalb der Bandbreite der akzeptierten Abweichungen (1,5 Prozent bis 3,5 Prozent). Der Leitzins beträgt seit November des vergangenen Jahres 4 Prozent. Der kurzfristige Realzins liegt gegenwärtig in der Nähe seines langjährigen Durchschnitts.<sup>8</sup> Damit wirkt die Geldpolitik in etwa neutral.<sup>9</sup> Angesichts einer allmählichen Kräftigung der Konjunktur und bei weiterhin nur moderaten Verbraucherpreissteigerungen wird die Bank of England ihre Politik erst im kommenden Jahr allmählich straffen.

Anregungen für die Konjunktur kommen im Prognosezeitraum von einer fortgesetzt expansiven Finanzpolitik. Zur Verbesserung des Gesundheitsdienstes und zum Ausbau der Verkehrsinfrastruktur werden die Ausgaben erhöht. Die bereits seit geraumer Zeit expansive Ausrichtung hat dazu geführt, dass in diesem Jahr zum ersten Mal seit 1997 wieder ein Defizit im Staatshaushalt entsteht. Der Fehlbetrag dürfte sich von 1 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr auf 1,5 Prozent im kommenden Jahr erhöhen.

Mit der allmählichen Belebung der Weltwirtschaft werden von der Auslandsnachfrage zunehmend Impulse ausgehen. Die Unternehmensinvestitionen werden vor dem Hintergrund verbesserter Absatz- und Ertragerwartungen wieder ausgeweitet werden. Der Anstieg des privaten Verbrauchs dürfte sich dagegen aufgrund einer schwächeren Entwicklung der Realeinkommen, steigender Versicherungsbeiträge und der Wertverluste der Aktiendepots allmählich abschwächen. Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass sich die Konjunktur nur allmählich belebt. Das reale Bruttoinlandsprodukt wird in diesem Jahr um 1,3 Prozent und im kommenden Jahr um 2,2 Prozent expandieren. Der Verbraucherpreisanstieg wird moderat bleiben.

Ein erhebliches Risiko für die Konjunktur ist die Inflation am Immobilienmarkt. Die Immobilienpreise haben sich seit 1996 etwa verdoppelt und steigen gegenwärtig mit Raten von rund 20 Prozent. Die Ursache hierfür sind die historisch niedrigen Zinsen einerseits und ein starkes Bevölkerungswachstum andererseits. Da rund drei Viertel aller britischen Haushalte Immobilienvermögen besitzen, war der aus den Preissteigerungen resultierende Vermögenszuwachs eine wichtige Triebkraft für den bislang robusten privaten Konsum. Falls es im Prognosezeitraum zu einem Einbruch der Immobilienpreise kommen sollte, würde dies vermutlich zu einem spürbaren Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage führen. Damit rechnen wir jedoch nicht.

<sup>8</sup> Das gilt sowohl wenn man den RPIX als auch wenn man den HVPI zugrunde legt.

<sup>9</sup> Die Beurteilung des geldpolitischen Kurses ist davon abhängig, welchen Zeitraum man für die Berechnung der langjährigen Durchschnitte der kurzfristigen Realzinsen wählt. Hier wurde ein Zeitraum von zehn Jahren zugrunde gelegt.

## Robuste Konjunktur in Mittel- und Osteuropa

Die wirtschaftliche Expansion in den mittel- und osteuropäischen Transformationsstaaten verlangsamte sich zu Jahresbeginn 2002 weiter. Das zusammengefasste reale Bruttoinlandsprodukt der Reformländer expandierte im ersten Quartal im Vergleich zum Vorjahr um 2,1 Prozent. Zur Schwäche neigte insbesondere die Industrie, die Produktion wurde in den meisten Ländern stark abgeschwächt ausgeweitet; in vielen Ländern war sie zeitweise sogar rückläufig. Zunehmend machte sich das Fehlen von Nachfrageimpulsen aus der Europäischen Union bemerkbar, in die ein Großteil der Exporte geliefert wird. Konjunkturstütze blieb der private Verbrauch, der durch zum Teil stark steigende Reallöhne – wie in Ungarn oder Estland – angetrieben wurde. Die kräftige Lohnzunahme belastete allerdings die Beschäftigungsentwicklung. Die Arbeitslosenquote ging in den meisten Ländern, wenn überhaupt, nur sehr langsam zurück. Die Inflationsrate ist in den meisten Staaten deutlich gesunken, in einer Reihe von Ländern liegt sie inzwischen unter fünf Prozent. Hierzu trug nicht zuletzt bei, dass einige Landeswährungen real spürbar aufwerteten.

Ungünstig ist die konjunkturelle Lage weiterhin in Polen, wo die Wirtschaft vergangenes Jahr in eine Stagnation geraten war. Doch dürfte die konjunkturelle Talsohle inzwischen durchschritten sein. Die Geldpolitik hat in diesem Jahr mehrfach die Zinsen gesenkt, dabei sind auch die Realzinsen gefallen. Damit zeichnen sich leichte Anregungen für die Konjunktur ab. Allerdings gibt es immer noch erhebliche Probleme bezüglich des hohen Haushaltsdefizits. Schwerwiegende Bedenken hinsichtlich der Haushaltsdisziplin des polnischen Staates kommen auch darin zum Ausdruck, dass die Kreditwürdigkeit Polens von der US-Kredit-Rating-Agentur Standard & Poor's zurückgestuft wurde. Dadurch dürften sich langfristige Finanzierungen verteuern. Die Industrieproduktion erholte sich zuletzt jedoch deutlich; sie stieg im Juli im Vergleich zum Vorjahresmonat um 6 Prozent. Alles in allem erwarten wir, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion Polens im Prognosezeitraum wieder spürbar zunehmen wird.

In den baltischen Staaten war die wirtschaftliche Expansion zu Beginn des Jahres 2002 nur noch wenig stärker als in den übrigen Reformländern.<sup>10</sup> Die Impulse von der Auslandsnachfrage haben aufgrund der schwächeren Produktionsausweitung insbesondere in Russland sowie in Skandinavien nachgelassen. Dies konnte durch die Zunahme der Binnennachfrage nicht kompensiert werden.

Die Konjunktur der Transformationsstaaten hängt nach wie vor stark vom Expansionstempo in Westeuropa ab. Im weiteren Verlauf des Jahres 2002 werden die Impulse von dort nur allmählich stärker. Die Binnennachfrage wirkt derweil zwar stabilisierend, sie hat jedoch nicht genug Dampf, um die Konjunktur anspringen zu lassen. Bei schwacher Exportausweitung dürften die Leistungsbilanzdefizite hoch bleiben.

<sup>10</sup> Das reale Bruttoinlandsprodukt war in Estland, Letland und Litauen im ersten Quartal 2002 um 4 Prozent höher als ein Jahr zuvor; somit ist ihr Wachstumsvorsprung gegenüber den übrigen Reformländern auf knapp zwei Prozentpunkte geschrumpft. Im Jahr 2001 hatte die Differenz noch reichlich drei Prozentpunkte betragen.

Im Rahmen der anhaltenden Bemühungen der Reformländer, die Verhandlungen für einen baldigen EU-Beitritt voranzubringen, sind in den meisten Ländern Konsolidierungsprogramme für den Staatshaushalt vorgesehen, die die Budgetdefizite verringern sollen. Daher erwarten wir im Prognosezeitraum keine Impulse seitens der Fiskalpolitik. Lediglich in der Tschechischen Republik dürfte als Folge der schweren Flutschäden das staatliche Haushaltsdefizits steigen.<sup>11</sup>

Das Preisklima profitiert vom günstigen internationalen Umfeld; derzeit ist die Inflation in den mittel- und osteuropäischen Volkswirtschaften – mit Ausnahme von Rumänien – kein großes Problem. Dies dürfte zwar den auf die Verringerung der Inflation bedachten Nationalbanken weiteren Spielraum für Zinssenkungen geben; es ist jedoch nicht zu erwarten, dass die Geldpolitik im Prognosezeitraum deutlich expansive Wirkungen entfaltet. Für das laufende Jahr ergibt sich ein Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts der Reformländer um 2,6 Prozent (Tabelle 1). Die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung wird, angetrieben durch eine sich beschleunigende Auslandsnachfrage, erst im Verlauf des Jahres 2003 deutlich steigen. Dann wird auch die sinkende Tendenz beim Preisauftrieb gebremst werden. Für das kommende Jahr erwarten wir in den mitteleuropäischen Reformländern einen Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um 3,4 Prozent. Weiter unterdurchschnittlich nimmt die Produktion in Polen zu; für die größte Volkswirtschaft der Region erwarten wir lediglich einen Zuwachs von 1,5 Prozent in diesem und 2,5 Prozent im nächsten Jahr. Alles in allem geht der Aufholprozess der Transformationsländer mit Ausnahme von Polen auch in der Phase schwacher konjunkturellen Entwicklung weiter; im Prognosezeitraum dürfte die Region weiterhin um rund 2 Prozentpunkte schneller expandieren als die EU.

In Russland nahm die gesamtwirtschaftliche Produktion im ersten Halbjahr in verlangsamttem Tempo zu. Im ersten Quartal 2002 war das reale Bruttoinlandsprodukt um 3,7 Prozent höher als im entsprechenden Vorjahreszeitraum, nach 4,9 Prozent im vierten Quartal 2001. Der private Konsum erhöhte sich weiterhin kräftig. Dagegen schwächte sich der Anstieg der Investitionen stark ab; sie nahmen im ersten Halbjahr nur noch um 1,8 Prozent zu, nach 8,7 Prozent im Jahr 2001. Auch die Industrieproduktion verzeichnete nur schwache Zuwächse. Die Lage der russischen Wirtschaft ist derzeit nicht leicht zu beurteilen. Einerseits können die Einstufung des Landes als Marktwirtschaft durch die EU-Kommission sowie die erlangte Vollmitgliedschaft im Kreise der G-8-Industrienationen als Zeichen dafür gewertet werden, dass Russland mit den Wirtschaftsreformen vorangekommen ist; andererseits hat das Land weiterhin mit bekannten Problemen zu kämpfen, wie mit der starken Abhängigkeit der Wirtschaft vom Ölexport, einer schleppenden Bankenreform, der anhaltenden Kapitalflucht, mit Korruption sowie mit der stockenden Privatisierung. Daneben werden die exorbitanten Reallohnzuwächse zunehmend zum Problem. Sie

---

<sup>11</sup> Die Auswirkungen der Flut auf die wirtschaftliche Entwicklung der Tschechischen Republik dürften insgesamt moderat ausfallen und das Land nicht von seinem Wachstumspfad abbringen. Kurzfristig kommt es jedoch zu Produktionsausfällen in Industrie und Landwirtschaft sowie zu Einbußen beim Tourismus. Die durch die Flut erzwungenen Wiederaufbauarbeiten werden erst mit Verzögerung anlaufen.

**Tabelle 1: Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in mittel- und osteuropäischen Ländern 2000–2003 (Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in Prozent)**

	Gewicht <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
		2000	2001	2002 <sup>b</sup>	2003 <sup>b</sup>	2000	2001	2002 <sup>b</sup>	2003 <sup>b</sup>
Polen	17,9	4,0	1,0	1,5	2,5	10,1	5,5	2,5	2,0
Tschechische Republik	6,9	3,3	3,3	3,0	3,5	3,9	4,7	2,5	2,5
Rumänien	6,8	1,8	5,3	3,0	4,0	45,7	34,5	25,0	20,0
Ungarn	5,9	5,2	3,8	3,5	4,5	9,8	9,2	5,5	4,5
Slowakei	2,8	2,2	3,3	3,5	4,0	12,0	7,3	3,5	3,0
Bulgarien	2,2	5,4	4,0	3,5	4,5	10,3	7,4	6,5	5,5
Slowenien	1,6	4,6	3,0	2,5	3,5	8,9	8,4	7,0	6,0
Litauen	1,2	3,8	5,9	4,0	4,5	1,0	1,3	1,5	1,5
Lettland	0,8	6,8	7,7	4,0	5,0	2,6	2,5	2,5	2,5
Estland	0,6	7,1	5,0	3,5	4,5	4,0	5,8	4,5	4,0
Mitteleuropäische Reformländer	46,7	3,8	3,0	2,6	3,4	14,0	10,2	6,6	5,4
Russland	53,3	9,0	5,0	3,5	4,0	20,8	21,7	16,0	15,0
Mittel- und Osteuropa insgesamt	100,0	6,6	4,1	3,1	3,7	17,6	16,3	11,6	10,5

<sup>a</sup> In Prozent; gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2000 nach Kaufkraftparitäten. – <sup>b</sup> Prognose.

Quelle: IMF (2002), OECD (2002), nationale Statistiken, eigene Berechnungen und Prognosen.

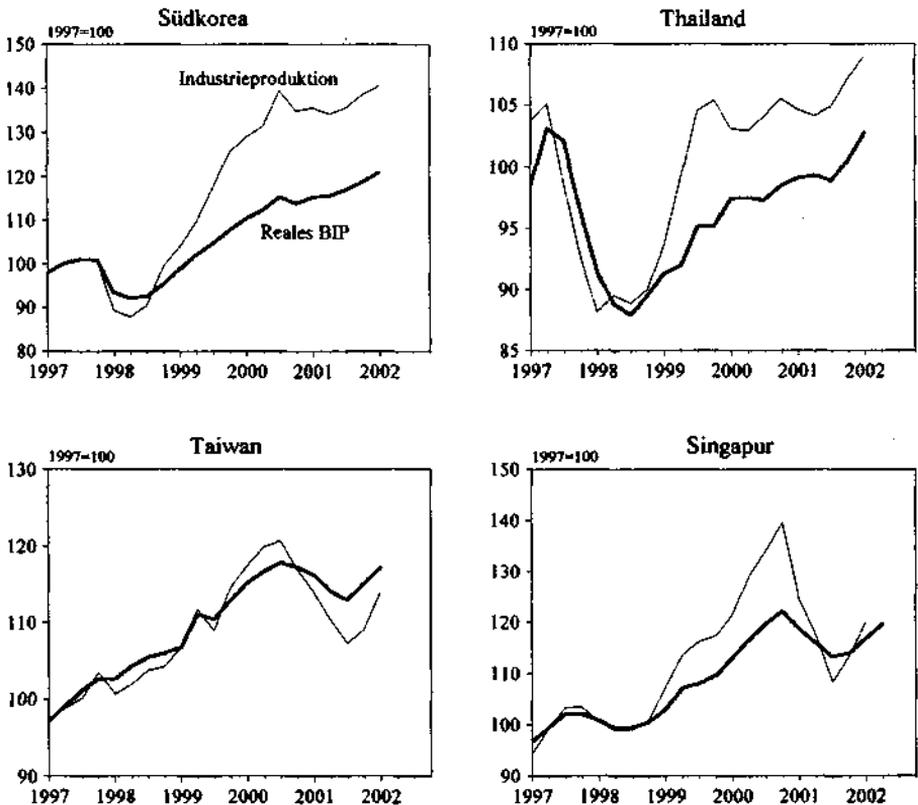
betragen seit einiger Zeit rund 20 Prozent und schmälern die Unternehmensgewinne drastisch. Zwar wird der private Konsum auf diese Weise angeregt, doch wird die Investitionstätigkeit beeinträchtigt, was die Wachstumsaussichten auf mittlere Frist vermindert. Für eine nachhaltige Beschleunigung des Wirtschaftswachstums ist aber eine stärkere Investitionstätigkeit notwendig; insbesondere außerhalb des Ölsektors ist sie nach wie vor unzureichend. Für das laufende Jahr erwarten wir eine Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts in Russland um 3,5 Prozent, für nächstes Jahr eine um 4 Prozent.

### **Schwellenländer: Aufschwung in Asien, Rezession in Lateinamerika**

Die Konjunktur wies in den Schwellenländern Asiens und Lateinamerikas im ersten Halbjahr 2002 entgegengesetzte Tendenzen auf. Im asiatischen Raum setzte sich die Erholung von dem Einbruch, zu dem es im vergangenen Jahr infolge des starken Rückgangs der Nachfrage nach Gütern der Elektronikindustrie gekommen war, in raschem Tempo fort. Reales Bruttoinlandsprodukt und

Industrieproduktion waren in den meisten Ländern deutlich aufwärts gerichtet (Schaubild 3). Maßgeblich war zum einen, dass die Inlandsnachfrage kräftig expandierte, wozu eine im allgemeinen ausgeprägt expansive Wirtschaftspolitik beitrug. Impulse gingen in den meisten Ländern sowohl von der Geld- wie von der Fiskalpolitik aus. In der Folge wurde vor allem der private Verbrauch beschleunigt ausgeweitet, aber auch die Investitionen belebten sich dank niedrigerer Zinsen und verbesserter Absatz- und Ertragsersparung zunehmend. Zum anderen ist die Konjunkturerholung in einem ausgeprägten Anstieg der Exporte begründet, wofür insbesondere eine Zunahme der Nachfrage nach Gütern der Unterhaltungselektronik verantwortlich war. Bemerkenswert war die starke Expansion des innerasiatischen Handels, die die inzwischen beträchtlichen Produktionsverflechtungen innerhalb der Region widerspiegelt.

Schaubild 3: Produktion<sup>a</sup> in ausgewählten asiatischen Schwellenländern



<sup>a</sup> Saisonbereinigt.

Quelle: OECD (2002), IMF (2002), eigene Berechnungen.

Table 2: Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in asiatischen Ländern 2000–2003 (Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in Prozent)

	Gewicht <sup>a</sup>	Reales Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
		2000	2001	2002 <sup>b</sup>	2003 <sup>b</sup>	2000	2001	2002 <sup>b</sup>	2003 <sup>b</sup>
Südkorea	9,2	8,8	3,0	6,0	6,0	2,3	4,3	3,0	3,0
Indonesien	8,3	4,8	3,3	4,0	4,5	3,6	11,5	12,0	9,5
Taiwan	5,7	6,0	-2,0	3,0	5,0	1,5	-0,2	-1,0	0,5
Thailand	5,1	4,3	1,8	4,0	4,0	1,6	1,7	1,5	1,5
Philippinen	3,6	3,9	3,2	3,5	4,0	4,4	6,0	4,0	4,0
Malaysia	2,4	8,5	0,4	3,5	5,0	1,6	1,5	1,5	2,0
Hongkong	2,2	10,5	0,2	2,0	4,5	-3,8	-1,3	-1,5	-0,5
Singapur	1,3	10,1	-2,0	3,0	5,5	1,4	1,0	0,0	1,0
Insgesamt	37,8	6,6	1,7	4,1	4,9	2,1	4,4	3,8	3,6
China	62,2	8,0	7,3	7,8	7,7	0,3	0,5	-0,5	0,5
Ostasien insgesamt	100,0	7,5	5,2	6,4	6,6	1,0	2,0	1,1	1,7

<sup>a</sup> In Prozent; gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2000 nach Kaufkraftparitäten. – <sup>b</sup> Prognose.

Quelle: IMF (2002), OECD (2002), eigene Berechnungen und Prognosen.

Für den Prognosezeitraum erwarten wir, dass sich der Aufschwung in den asiatischen Schwellenländern fortsetzt. Zwar dürften die fiskalischen Impulse geringer werden, auch weil in einigen Ländern die Konsolidierung der Staatshaushalte dringlich ist. Die Geldpolitik bleibt jedoch weiter auf Expansionskurs. Die Anregungen von der monetären Seite dürften sogar zunehmend Wirkung entfalten, da die Bereinigung der Probleme im Finanzsektor der von der Asienkrise besonders betroffenen Länder weiter vorankommt. Impulse werden im kommenden Jahr nicht zuletzt von der Konjunktur in den Industrieländern ausgehen, die sich weiter festigen wird. Das reale Bruttoinlandsprodukt der asiatischen Schwellenländer (ohne China) wird in diesem Jahr voraussichtlich um 4,1 Prozent und im kommenden Jahr um 4,9 Prozent zunehmen; in China wird der Produktionsanstieg vor allem dank stärkerer Exporte mit knapp 8 Prozent etwas höher ausfallen als im vergangenen Jahr (Tabelle 2). Die Inflation ist in den Ländern der Region, mit Ausnahme von Indonesien und den Philippinen, niedrig. Daran dürfte sich im kommenden Jahr nichts ändern.

In Lateinamerika hat sich der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion, der im vergangenen Jahr eingesetzt hatte, im ersten Halbjahr 2002 fortgesetzt. Prägend war dabei die Entwicklung in Argentinien, wo sich die Wirtschaftsdepression nach der Freigabe des Wechselkurses im Februar zunächst weiter vertiefte. Die Talfahrt der Produktion ging im ersten Halbjahr unvermindert weiter, und die Inflation beschleunigte sich auf Raten von rund 30 Prozent. Nach wie vor ist ein klares Konzept der Wirtschaftspolitik, wie die Wende zu

**Tabelle 3:** Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in lateinamerikanischen Ländern 2000–2003 (Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in Prozent)

	Gewicht <sup>a</sup>	Reales Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
		2000	2001	2002 <sup>b</sup>	2003 <sup>b</sup>	2000	2001	2002 <sup>b</sup>	2003 <sup>b</sup>
Brasilien	37,5	4,5	1,5	0,5	3,0	7,1	6,8	6,5	5,0
Mexiko	27,5	6,9	-0,3	1,5	5,0	9,5	6,3	5,0	4,0
Argentinien	12,7	-0,8	-4,4	-15,0	-4,0	-0,9	-1,1	30,0	40,0
Kolumbien	9,1	2,8	2,0	0,5	2,5	9,5	8,7	9,5	8,0
Chile	6,9	5,4	3,0	3,5	4,5	3,8	3,6	3,0	3,0
Venezuela	6,4	3,2	2,8	-5,0	1,0	16,2	12,0	20,0	20,0
Insgesamt	100,0	4,3	0,5	-1,3	2,6	7,3	6,0	10,0	10,3

<sup>a</sup> In Prozent; gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2000 nach Kaufkraftparitäten. – <sup>b</sup> Prognose.

Quelle: Wie Tabelle 2.

erneutem Wachstum geschafft werden kann, nicht erkennbar. Vielmehr besteht weiterhin das Risiko, dass es zu einem Prozess der Hyperinflation kommt, der die wirtschaftliche Aktivität gravierend beeinträchtigen würde.

Die Krise in Argentinien hat die Entwicklung in den Nachbarländern zum Teil deutlich gedämpft, vor allem über die Handelsverflechtungen im Rahmen des Mercosur. Die Abwertung des brasilianischen Real und der Anstieg der Zinsen in Brasilien im Frühsommer waren jedoch weniger auf eine Ansteckung durch Argentinien als auf zunehmende Unsicherheit an den Finanzmärkten über den wirtschaftspolitischen Kurs der brasilianischen Regierung nach den anstehenden Präsidentschaftswahlen zurückzuführen; die Nervosität hat sich hier inzwischen allerdings wieder gelegt, wozu die Bereitstellung eines umfangreichen Beistandspakets durch den internationalen Währungsfonds beigetragen hat. Wir erwarten, dass der durchaus erfolgreiche Konsolidierungskurs in der Finanzpolitik – das Ziel eines Primärüberschusses im Staatshaushalt von 3,3 Prozent wurde im ersten Halbjahr sogar leicht übertroffen – im Prognosezeitraum fortgeführt wird. Bei einer solchen Entwicklung und angesichts einer wieder kräftigeren Expansion in den Industrieländern dürften die Rahmenbedingungen dafür gegeben sein, dass sich die Konjunktur in Lateinamerika im kommenden Jahr spürbar erholt. Im laufenden Jahr wird das reale Bruttoinlandsprodukt der Region allerdings um voraussichtlich 1,3 Prozent schrumpfen (Tabelle 3).

### **Ausblick: Aufschwung setzt sich durch**

Die Weltproduktion dürfte im Sommerhalbjahr 2002 mit einer sehr moderaten Rate gestiegen sein. Hierauf deuten die vorliegenden Ergebnisse für das zweite

Quartal sowie die Indikatoren für die Entwicklung im Sommer. Im späteren Verlauf dieses Jahres und im kommenden Jahr dürfte die Expansion der Weltwirtschaft jedoch allmählich an Fahrt gewinnen. Nach unserer Einschätzung werden die hemmenden Faktoren an Bedeutung verlieren, die dazu geführt haben, dass die wirtschaftspolitischen Anregungen bisher nicht voll gegriffen haben. So schreitet die Konsolidierung im Unternehmenssektor fort: Die Kosten wurden auf breiter Front gesenkt, und die Ertragslage hat begonnen sich zu bessern. Damit dürfte sich die Investitionsneigung wieder erhöhen, und wir erwarten, dass sich auch die Finanzierungsbedingungen an den Kapitalmärkten wieder verbessern.

In den Industrieländern wird sich das Tempo der Produktionsausweitung sukzessive erhöhen; für das Gesamtjahr 2003 erwarten wir einen Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts um 2,6 Prozent, nach lediglich 1,4 Prozent in diesem Jahr (Tabelle 4). Der Aufschwung entwickelt dabei vorerst eine relativ geringe Dynamik; die Rate des Trendwachstums wird erst im späteren Verlauf des kommenden Jahres überschritten. In den Vereinigten Staaten wird die Erholung zum einen dadurch gedämpft, dass der private Verbrauch nur mäßig expandiert, da sich wegen der Vermögensverluste infolge des Aktienkursrückgangs die Sparquote erhöht. Zum anderen lassen die Anregungen durch die Fiskalpolitik spürbar nach. In Westeuropa wird die Auslastung des Produktionspotentials ebenfalls erst im Verlauf des kommenden Jahres zunehmen, auch weil die Aufwertung gegenüber dem US-Dollar dämpfend wirkt. Für Japan erwarten wir, dass sich die Konjunktur weiter belebt; zunehmend wird sich auch die Inlandsnachfrage erholen. Bei alledem geht die Arbeitslosigkeit in den Industrieländern nur leicht zurück. Der Preisanstieg auf der Verbraucherstufe bleibt gering.

Außerhalb der Industrieländer wird sich die Konjunktur ebenfalls bessern. Der kräftige Aufschwung in den asiatischen Schwellenländern setzt sich dank einer robusten Binnennachfrage und angesichts eines sich voraussichtlich erholenden Absatzes von IT-Produkten fort. Für Lateinamerika erwarten wir, dass sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen verbessern und die Konjunktur allmählich anzieht. In Mittel- und Osteuropa schließlich gewinnen Produktion und Nachfrage nicht zuletzt im Zuge der Belebung in Westeuropa ebenfalls an Schwung. Die Weltproduktion insgesamt wird im laufenden Jahr nur um 2,6 Prozent zunehmen (Tabelle 5). Im kommenden Jahr dürfte die weltwirtschaftliche Expansion mit 3,7 Prozent etwa so schnell steigen wie im mittelfristigen Trend. Die Ausweitung des Welthandels wird sich im Prognosezeitraum nur leicht beschleunigen. Im Jahresdurchschnitt wird der Anstieg mit rund 7,5 Prozent gleichwohl deutlich höher ausfallen als in diesem Jahr (3 Prozent).

## Summary

### *Faltering Recovery of the World Economy*

In the first half of 2002, world economic growth picked up and the recession in the industrial countries gave way to a moderate expansion reflecting strong stimulus from monetary and fiscal policies, a return of confidence after the

Tabelle 4: Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Industrieländern 2001–2003

	Gewicht <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>			Verbraucherpreise <sup>b,c</sup>			Arbeitslosenquote <sup>d</sup> in Prozent		
		2001	2002 <sup>e</sup>	2003 <sup>e</sup>	2001	2002 <sup>e</sup>	2003 <sup>e</sup>	2001	2002 <sup>e</sup>	2003 <sup>e</sup>
Deutschland	7,9	0,6	0,4	1,8	2,4	1,4	1,2	7,8	8,2	8,2
Frankreich	5,6	1,8	1,1	2,6	1,8	1,7	1,5	8,5	8,9	8,8
Italien	4,6	1,8	0,5	2,2	2,3	2,4	1,8	9,5	9,0	8,9
Spanien	2,5	2,7	2,0	3,0	2,8	3,3	2,0	10,7	11,2	10,8
Niederlande	1,6	1,1	0,5	2,4	5,2	3,8	2,1	2,4	2,8	3,3
Belgien	1,0	1,0	0,6	2,5	2,4	1,5	1,4	6,6	6,9	6,9
Österreich	0,8	0,8	0,5	2,5	2,3	1,7	1,7	3,6	4,1	4,2
Finnland	0,5	0,7	1,5	4,0	2,6	2,0	1,8	9,2	9,3	9,0
Griechenland	0,5	4,1	2,5	3,5	3,6	3,8	2,7	10,4	9,9	9,3
Portugal	0,5	1,7	1,2	1,8	4,4	3,3	2,6	4,1	4,4	4,9
Irland	0,4	5,9	4,0	5,0	4,0	4,4	2,8	3,8	4,5	4,4
Luxemburg	0,1	3,5	3,0	4,5	2,4	1,9	1,9	2,0	2,3	2,4
Euroland	26,2	1,5	0,8	2,3	2,5	2,1	1,6	8,0	8,3	8,2
Vereinigtes Königreich	6,1	1,9	1,3	2,2	1,2	1,5	1,6	5,0	5,1	5,2
Schweden	0,9	1,4	1,6	2,4	2,7	2,5	2,0	5,0	5,3	5,0
Dänemark	0,7	0,9	1,0	1,7	2,3	2,0	1,6	4,6	4,6	4,5
Europäische Union	33,9	1,5	1,0	2,3	2,3	2,0	1,6	7,3	7,5	7,4
Schweiz	1,1	1,3	0,6	1,8	1,0	0,5	0,7	2,6	3,0	2,9
Norwegen	0,7	1,4	2,0	2,0	3,0	1,5	1,5	3,6	3,7	3,7
Westeuropa	35,7	1,5	1,0	2,3	2,2	1,9	1,6	7,1	7,3	7,2
Vereinigte Staaten	43,5	0,3	2,3	3,1	2,8	1,6	2,4	4,8	5,8	5,5
Japan	17,8	-0,3	-0,5	1,7	-0,7	-1,1	-0,4	5,0	5,6	5,5
Kanada	3,0	1,5	3,2	3,4	2,6	2,0	2,4	7,1	7,5	7,2
Länder insgesamt	100,0	0,7	1,4	2,6	2,0	1,2	1,6	5,9	6,5	6,3

<sup>a</sup> In Prozent, auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2001. – <sup>b</sup> Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). – <sup>c</sup> Westeuropa (außer Schweiz): Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). – <sup>d</sup> Standardisierte Arbeitslosenquote nach dem ILO-Konzept (außer Griechenland). Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2000. – <sup>e</sup> Prognose.

Quelle: EZB (2002), OECD (2002), eigene Berechnungen und Prognosen.

Tabelle 5: Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2000–2003 (Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in Prozent)

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	2000	2001	2002 <sup>a</sup>	2003 <sup>a</sup>	2000	2001	2002 <sup>a</sup>	2003 <sup>a</sup>
Weltwirtschaft	4,8	2,0	2,6	3,7	4,5	4,0	3,1	3,6
darunter:								
Industrieländer	3,4	0,7	1,4	2,6	2,2	2,0	1,2	1,6
Ostasien <sup>b</sup>	6,6	1,7	4,1	4,9	2,1	4,4	3,8	3,6
China	8,0	7,3	7,8	7,7	0,3	0,5	-0,5	0,5
Lateinamerika	4,3	0,5	-1,3	2,6	7,3	6,0	10,0	10,3
Russland	8,3	5,0	3,5	4,0	20,8	21,7	16,0	15,0
Mitteleuropäische Reformländer	3,8	3,0	2,6	3,4	14,1	10,3	6,5	5,4

<sup>a</sup> Prognose. – <sup>b</sup> Ohne China und Japan.

Quelle: IMF (2002), OECD (2002), eigene Berechnungen und Prognosen.

terrorist attacks in the US, and lower oil prices. However, while leading indicators until June pointed to a strong recovery of activity, economic sentiment since then has deteriorated again considerably, suggesting that the hangover from the boom of the late nineties will longer be felt than had been expected.

#### *But No Return to Recession*

The forecast assumes no significant adverse shocks that could result, for example, from a war with Iraq or a prolonged surge in oil prices. But even without additional negative shocks many assign a high probability to the scenario of the world economy falling into another period of pronounced weakness as a consequence of a double dip in the US. By contrast, we do not consider a return of the US economy into recession as being particularly likely. In our view capital stock adjustment is largely completed and we expect private consumption growth to continue despite the negative impact of recent losses in stock markets. We forecast a moderate expansion of the US economy which will exceed the growth rate of potential output only in the course of next year, thus repeating the pattern of an initially slow recovery which had been observed after the recession of 1991.

#### *Currently No Further Cuts in Interest Rates Warranted*

The current level of key interest rates seems appropriate in the US as well as in Western Europe given that monetary policy is stimulating and the negative

output gap is relatively small compared with the situation after previous recessions. Interest rates should be cut again, however, in the event of a significant deterioration in the economic outlook or a significant risk of sliding into deflation. Currently the danger of deflation is still remote with core inflation hardly changed, wage growth being steady and inflation expectations well above the zero line.

### *Outlook: Upswing Will Succeed*

Following moderate growth during the summer, world output will gradually gather pace in the remainder of this year and in 2003. In the industrial countries, growth will strengthen from 1,4 percent in 2002 to 2,6 percent in 2003 which is, however, still a relatively modest pace. In the US, the recovery is dampened by the negative wealth effect on private consumption emanating from the recent fall in stock prices and by the change in fiscal policy to a less expansionary course. In Western Europe, the detrimental effects of the real appreciation of the euro on exports contribute to a relatively slow recovery. In Japan, output growth is expected to continue, supported by strengthening domestic demand. Given this outlook for production, unemployment in the industrial countries will decline only slightly and consumer price inflation will remain low. World output growth will accelerate to an around-trend rate of 3,7 percent next year, with the robust recovery in Asian emerging market economies continuing, the recession in Latin America coming to an end, and growth in Central and Eastern European picking up.

### **Literatur**

- Barro, R. J., und V. Grilli (1995). *European Macroeconomics*. Houndsmill.
- Benner, J., D. Borbély, K.-J. Gern, C. Kamps, A. Kuhn, B. Sander und J. Scheide (2002). Die Weltwirtschaft erholt sich. *Die Weltwirtschaft* (1): 1–30.
- Bertaut, C. C. (2002). Equity Prices, Household Wealth, and Consumption Growth in Foreign Industrial Countries: Wealth Effects in the 1990s. Discussion Papers 724. Federal Reserve Board International Finance, Washington, D.C.
- Bureau of Labor Statistics (2002). Detailed Statistics. <http://www.bls.gov/data/home.htm>
- Cabinet Office (2002a). *Outline of the New Estimation of Quarterly GDP*. 28. Mai 2002. Tokio.
- (2002b). *Quarterly Estimates of GDP*. <http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/menu.html>
- Carstensen, K., K.-J. Gern, C. Kamps und J. Scheide (2002). Euroland: Aufschwung verzögert sich. *Die Weltwirtschaft* (3), in diesem Heft.
- Congressional Budget Office (2002). *The Economic and Budget Outlook: An Update*. August. Washington, D.C.
- DeLong, B. (2002). America's Date with Deflation. *Financial Times*, 21. August.
- Dynan, K. E. und D. M. Maki (2001). Does Stock Market Wealth Matter for Consumption? Discussion Papers 23. Federal Board Finance and Economics, Washington, D.C.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2002). *Monatsbericht* August. Frankfurt am Main.

- Federal Reserve Bank of St. Louis (2002). Federal Reserve Economic Database.  
<http://research.stlouisfed.org/fred/>
- Greenspan, A. (2000). Testimony Before the Committee on Banking and Financial Services. U.S. House of Representatives, February. Washington, D.C.
- IMF (2002). *International Financial Statistics*. August. Washington, D.C.
- Ludvigson, S., und C. Steindel (1999). How Important Is the Stock Market Effect on Consumption?  
*Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review* 5 (2): 29–51.
- Matsuoka, M., und A. Kanou (2002). *Revisions in Estimation Methodology in Quarterly GDP Statistics: Effects of the use of supply-side data*. Deutsche Bank Group. Tokio.
- OECD (2002). *Main Economic Indicators*. August. Paris.
- Roach, S. (2002). Global: A Global Double Dip? Morgan Stanley Dean Witter, Global Economic Forum. 9. August: <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20020809-fri.html>
- U.S. Department of Commerce (2002). National Income and Product Accounts Tables.  
<http://www.bea.doc.gov/bea/dn/nipaweb/NIPATableIndex.htm>
- Wieseman, T. (2002). Credit Crunch Averted? Morgan Stanley Dean Witter, Global Economic Forum. 23. August. <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20020823-fri.html>