

Benner, Joachim et al.

**Article — Digitized Version**

## Durchgreifende Erholung der Weltkonjunktur nochmals verzögert

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. (2003) : Durchgreifende Erholung der Weltkonjunktur nochmals verzögert, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 1, pp. 1-30

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/2983>

**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.*

Vorabdruck aus

## **Die Weltwirtschaft 2003, Heft 1**

Vierteljahresschrift des Instituts für Weltwirtschaft  
an der Universität Kiel

Herausgegeben von Horst Siebert

### **Durchgreifende Erholung der Weltkonjunktur nochmals verzögert**

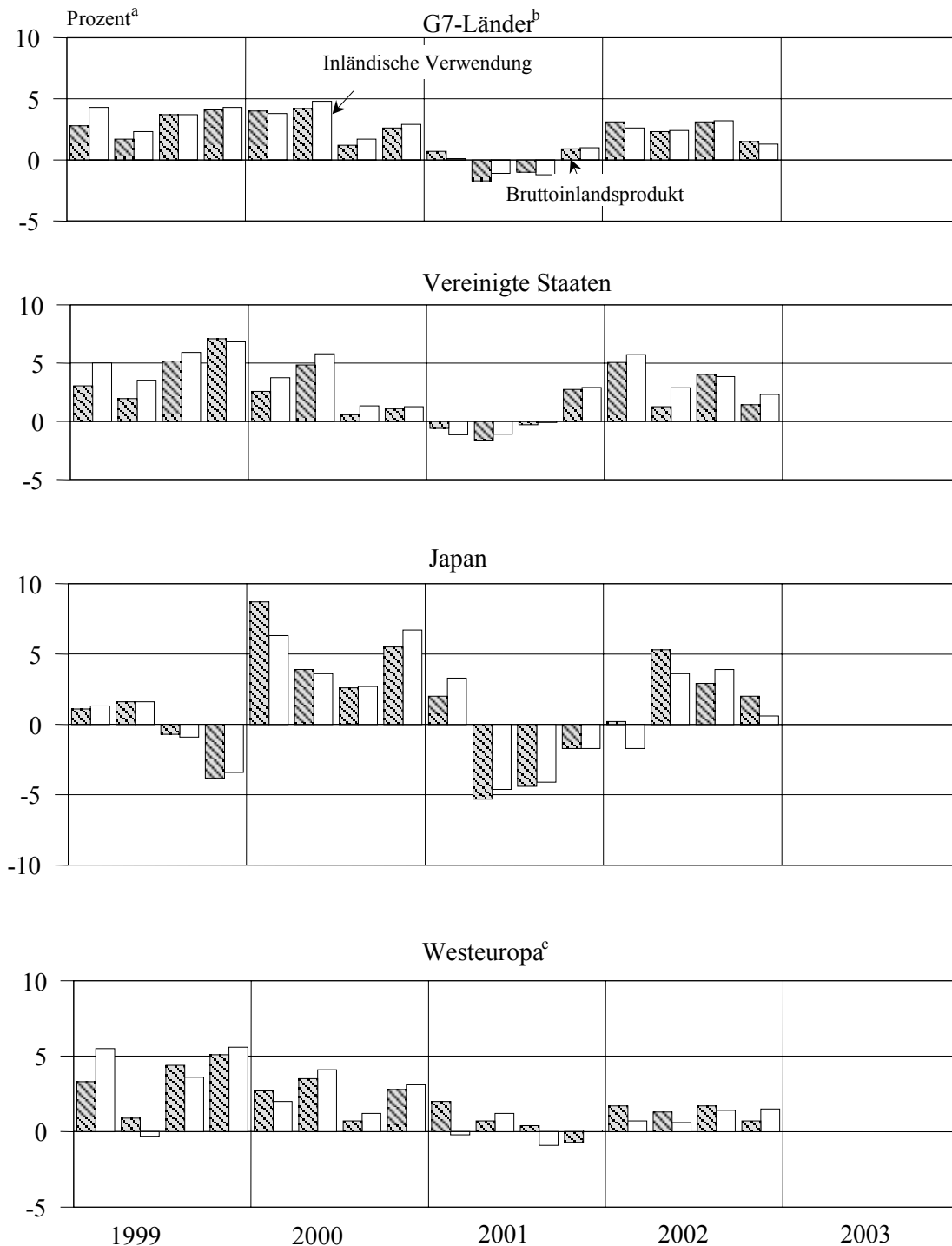
*Von Joachim Benner, Dóra Borbély, Klaus-Jürgen Gern, Christophe Kamps, Annette Kuhn, Birgit Sander und Joachim Scheide*

Die Weltkonjunktur hat in den vergangenen Monaten an Dynamik verloren. Nach einer deutlichen Erholung in der ersten Jahreshälfte hat sich der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts in den Industrieländern gegen Ende 2002 merklich verlangsamt, und die vorliegenden Indikatoren deuten darauf hin, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion auch nach der Jahreswende nur wenig gestiegen ist. Eine Abschwächung des konjunkturellen Fahrttempos war in allen großen Industrieländern zu verzeichnen (Abbildung 1). Dämpfend wirkte zuletzt insbesondere die Zuspitzung des Irak-Konflikts, die zu einem kräftigen Anstieg der Ölpreise geführt und die Aktienkurse gedrückt hat. In der Folge trübte sich das Geschäftsklima ein, und das Verbrauchervertrauen ging zurück. Die Abflachung der Weltkonjunktur zeigt sich auch beim Welthandel, der nach raschem Anstieg bis in den Sommer gegen Jahresende nur noch mäßig expandierte (Abbildung 2). Stützend wirkte, dass die Konjunktur außerhalb der Industrieländer vergleichsweise robust blieb. Insbesondere im asiatischen Raum nahm die gesamtwirtschaftliche Produktion weiter kräftig zu, in Mittel- und Osteuropa verlangsamte sich der Produktionsanstieg kaum. In Lateinamerika hingegen blieben rezessive Tendenzen dominierend.

Vor dem Hintergrund der konjunkturellen Stockung lockerten die Notenbanken ihre Politik weiter. Den Zinssenkungen in den Vereinigten Staaten und in Euroland von Anfang November bzw. Anfang Dezember vergangenen Jahres folgte in diesem Februar eine Reduzierung der Leitzinsen im Vereinigten Königreich und Anfang März eine weitere Zinssenkung durch die Europäische Zentralbank (EZB). Die japanische Zentralbank führte dem Geldmarkt weiter reichlich Liquidität zu; einen Strategiewechsel bei der Bekämpfung der Deflation hat sie indes bislang nicht vorgenommen. Insgesamt ist die Geldpolitik in den Industrieländern derzeit deutlich anregend. Die Finanzpolitik gibt in den Vereinigten Staaten und im Vereinigten Königreich kräftige Impulse, während sie in Japan und in Euroland angesichts bereits hoher Defizite neutral ausgerichtet ist.

Abbildung 1:

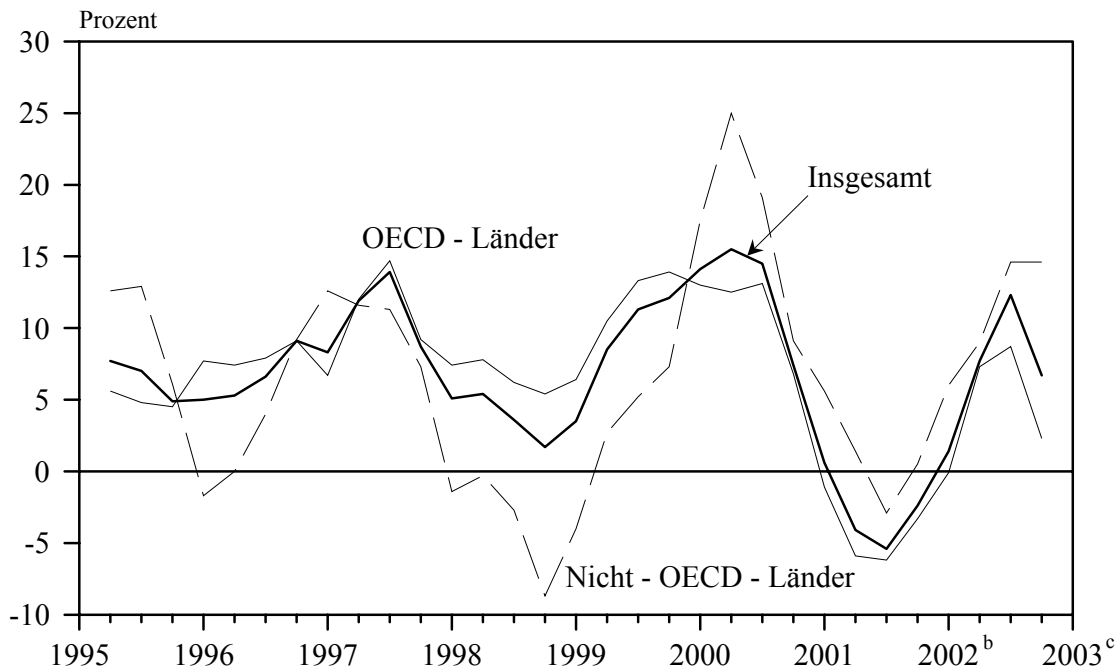
Konjunkturelle Entwicklung in den großen Industrieländern 1999–2003



<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 (2003); eigene Berechnungen.

Abbildung 2:

Entwicklung des Welthandels<sup>a</sup> 1995–2003

<sup>a</sup>Warenimporte; saisonbereinigt; Veränderung gegenüber dem Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet, gleitender 2-Quartalsdurchschnitt. – <sup>b</sup>Teilweise geschätzt. – <sup>c</sup>Prognose.

Quelle: OECD (2003); eigene Berechnungen unter Verwendung von Daten des CPB, den Haag.

## Beträchtliche Konjunkturbelastung durch den Irak-Konflikt

Für die Prognose ist unterstellt, dass es in den kommenden Wochen zu einem Waffengang im mittleren Osten kommt. Im Fall eines Krieges sind verschiedene Szenarien möglich, die unterschiedliche Auswirkungen auf die Entwicklung der Weltwirtschaft hätten.

Die Kosten eines Krieges lassen sich in drei Kategorien unterteilen (Leach 2003):

1. direkte militärische Kosten für Waffen, Munition, Transport und Unterhalt der Truppen;
2. Folgekosten, die anfallen, beispielsweise zur langfristigen medizinischen Versorgung von Kriegsteilnehmern, Herstellung und Aufrechterhaltung einer Friedensordnung im Anschluss an den Krieg sowie für humanitäre Hilfe und Wiederaufbau;
3. Kosten durch Beeinflussung der makroökonomischen Entwicklung insbesondere in Folge von Wirkungen auf den Ölpreis, die Finanzmärkte und das Konjunkturklima sowie Veränderungen der Staatsnachfrage.

Die Höhe der ökonomischen Kosten hängt vom Verlauf der militärischen Operation und ihren politischen Folgen ab. Der wahrscheinlichste Fall, der dieser Prognose zugrunde liegt, ist unseres Erachtens ein kurzer Krieg von wenigen Wochen Dauer, der zur Einsetzung einer von den Vereinigten Staaten kontrollierten Regierung im Irak führt. Die direkten militärischen Kosten in diesem günstigen Fall belaufen sich nach Schätzungen auf rund 50 Mrd. US-Dollar (North 2002), wobei der Vergleich mit den Kosten des ersten Golfkriegs (rund 75 Mrd. US-Dollar in heutigen Preisen), der ja ausgesprochen rasch abgeschlossen wurde, deutlich macht, dass dies wohl eine Untergrenze darstellt. Für unsere Prognose haben wir angenommen, dass sich die fiskalischen Kosten des Einsatzes am Golf für die Vereinigten Staaten in diesem Jahr auf 85 Mrd. US-Dollar belaufen.<sup>1</sup> Um die Stabilität in der Region zu sichern, dürfte nach Beendigung der Kämpfe ein beträchtliches Kontingent an internationalen Truppen im Irak und in den angrenzenden Ländern stationiert bleiben. Die Kosten für eine Friedenstruppe und den Wiederaufbau dürften die direkten militärischen Kosten noch deutlich übersteigen. Allerdings werden sie sich über einen längeren Zeitraum hinweg verteilen. Sollte sich der Krieg wesentlich länger hinziehen oder sollte wegen eines ungünstigeren politischen Umfeldes eine große Besatzungsmacht erforderlich sein, würden sich die Kosten drastisch erhöhen (Tabelle 1).

*Tabelle 1:*

Spanne der für die Vereinigten Staaten zu erwartenden gesamtwirtschaftlichen Kosten einer militärischen Intervention im Irak (Mrd. US-Dollar in konstanten Preisen von 2002)

	Kurzer Krieg, günstiger Verlauf	Langer Krieg, ungünstiger Verlauf
Direkte Militärausgaben	50	140
Folgekosten <sup>a</sup>	106	500
Ölkosten <sup>a</sup>	-40	778
Konjunkturreffekt <sup>b</sup>	-17	391
Insgesamt	99	1 924

<sup>a</sup>Im Verlauf von zehn Jahren. – <sup>b</sup>Über zwei Jahre.

*Quelle:* Nordhaus (2002: 77).

Gemessen beispielsweise am Koreakrieg oder am Vietnamkrieg dürften sich die militärischen Aufwendungen allerdings aller Voraussicht nach in jedem Fall bescheiden ausnehmen. Die

<sup>1</sup> Hinzu kommen Kosten in anderen Ländern. Vor allem das Vereinigte Königreich ist mit einem starken Truppenkontingent am Aufmarsch im Golf beteiligt. Die Kosten für die Sicherung einer Friedensordnung, den Wiederaufbau und humanitäre Hilfe dürften in erheblichem Umfang auch von Ländern getragen werden, die sich am Krieg nicht direkt beteiligen.

direkten militärischen Kosten des Koreakriegs beliefen sich auf 15 Prozent des jährlichen Bruttoinlandsprodukts der Vereinigten Staaten, die des Vietnamkriegs auf 12 Prozent. Selbst bei einem ungünstigen Kriegsverlauf ist zu erwarten, dass die direkten Kosten eines Golfkriegs bei weitem darunter bleiben werden (Nordhaus 2002: 55). Daher ist auch nicht so wie in den genannten Fällen mit einem rüstungsbedingten Boom zu rechnen.

Angesichts der relativ geringen zusätzlichen Nachfrage, die durch die Kriegsvorbereitung und -durchführung entfaltet wird, werden die konjunkturellen Effekte eines Golfkriegs durch seine Auswirkungen auf den Ölpreis, die Finanzmärkte und das Vertrauen der Wirtschaftsakteure dominiert. Bereits in den vergangenen Monaten hat der sich zuspitzende Irak-Konflikt die Konjunktur gebremst. Dämpfend wirkte einmal der Ölpreisanstieg, der sich durch einen Risikoaufschlag an den Märkten ergab, welcher sich auf fünf bis zehn Dollar je Barrel belaufen haben dürfte. Dieser Ölpreisanstieg drückt nach den gängigen Modellrechnungen der internationalen Institutionen den Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts in den großen Industrieländern um rund einen Viertel Prozentpunkt. Darüber hinaus wurden die Aktienkurse in Mitleidenschaft gezogen, weil sich die Ertragsaussichten der Unternehmen verschlechterten und sich zudem die Risikoprämie erhöhte. Es wird geschätzt, dass die Kurse durch das verstärkte Risikobewusstsein der Anleger für sich genommen um zehn Prozent gesunken sind (Berner und Patel 2003). Nach unseren Berechnungen wird die Konjunktur durch einen Vermögenseffekt in dieser Größenordnung über den privaten Verbrauch ebenfalls spürbar gedämpft; in den Vereinigten Staaten ist dieser Effekt sogar mehr als doppelt so groß wie der durch den Ölpreisanstieg (Benner et al. 2002a, 2002b). Schließlich kann die zunehmende Wahrscheinlichkeit eines bewaffneten Konflikts als ein selbständiger, zusätzlicher Erklärungsfaktor für den Stimmungsabschwung in der Wirtschaft angesehen werden, der zu dem verbreiteten Rückgang von Verbrauchervertrauen und Geschäftsklima beigetragen hat.

Im Fall eines kurzen und erfolgreichen Waffengangs, bei dem es gelingt, die Ölförderkapazität des Irak zu erhalten, würde sich die Situation am Weltölmarkt vermutlich rasch entspannen und der Rohölpreis auf das vor Beginn der Krise herrschende Niveau von reichlich 20 US-Dollar zurückgehen. Längerfristig würde der Ölpreis wohl verglichen mit einem Szenario unveränderter Verhältnisse im Irak sogar leicht gedrückt, da zu erwarten ist, dass nach einem Krieg zusätzliches irakisches Öl auf den Markt kommt. Die Finanzmärkte dürften sich unter diesen Bedingungen spürbar erholen. All dies würde die Stimmung in der Wirtschaft stützen und einen Aufschwung in der Weltwirtschaft begünstigen. Sollte sich der Krieg hinziehen, wäre hingegen mit einem weiteren Anstieg der Ölpreise sowie mit einem nochmaligen Ansteigen der Risikoprämie an den Finanzmärkten zu rechnen. Es sind zudem Entwicklungen denkbar, in denen die Situation in unterschiedlichem Maße eskaliert (Leach 2003). So besteht

das Risiko, dass im Zuge eines Golfkriegs die Ölförder- und Öltransporteinrichtungen im Irak oder sogar in angrenzenden Ländern zerstört werden. Ein so bedingter Angebotsausfall wäre kurzfristig nur schwer auszugleichen, und der Ölpreis würde sich drastisch erhöhen. Nicht auszuschließen ist überdies, dass die politische Situation in anderen Ländern der Region destabilisiert wird und es in der Folge auch zu einer politisch gewollten Angebotsreduktion (Einsatz der „Ölwaffe“) kommt. Bei ungünstigem Kriegsverlauf sind also erhebliche negative Wirkungen auf die Weltwirtschaft zu erwarten; in dem Fall wäre eine Rezession in den großen Industrieländern wahrscheinlich.

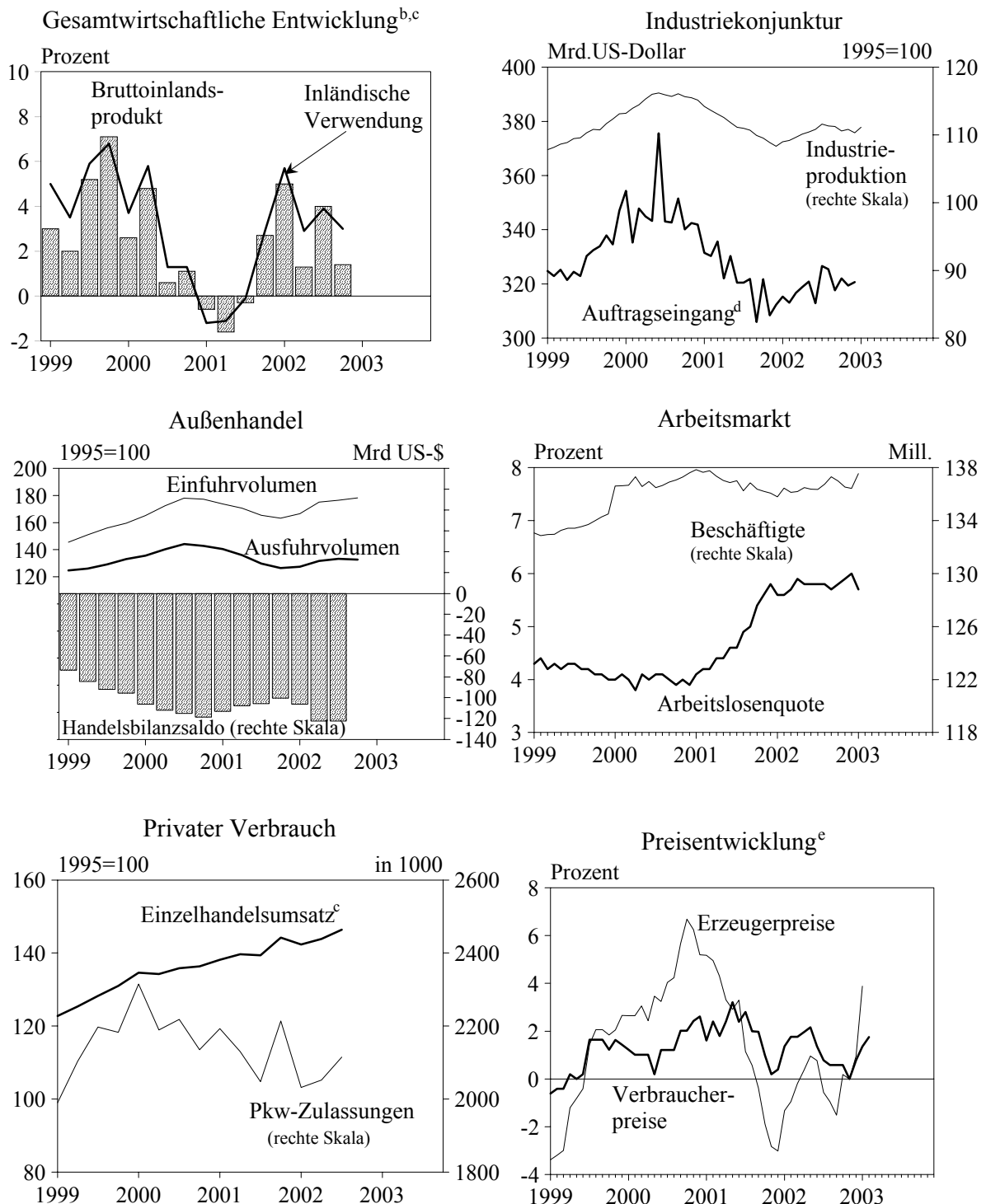
### **Konjunktur in den USA gewinnt an Schwung**

In den Vereinigten Staaten hat sich die Konjunktur im Jahr 2002 dank starker wirtschaftspolitischer Impulse deutlich erholt. Das reale Bruttoinlandsprodukt stieg im Jahresverlauf um 2,9 Prozent – für den Jahresdurchschnitt ergeben sich 2,4 Prozent. Doch verlief die Entwicklung un stetig, und die Dynamik schwächte sich in der zweiten Jahreshälfte wieder ab. Rezessive Tendenzen sind allerdings bisher nicht erkennbar: Die Industrieproduktion, die seit dem Sommer rückläufig gewesen war, erholte sich nach der Jahreswende wieder etwas. Die Arbeitsmarktlage hat sich im Großen und Ganzen im Jahresverlauf stabilisiert; die Arbeitslosenquote lag im Januar 2003 mit 5,7 Prozent genau so hoch wie im März vergangenen Jahres, die Beschäftigtenzahl nahm zuletzt sogar wieder leicht zu (Abbildung 3). Bei der insgesamt mäßigen konjunkturellen Expansion verminderte sich der Anstieg der Kerninflationsrate im Jahresverlauf auf 1,8 Prozent (laufende Jahresrate). Der Anstieg der Verbraucherpreise beschleunigte sich hingegen im vierten Quartal 2002 aufgrund der gestiegenen Ölpreise deutlich auf eine Rate von 2,4 Prozent.

Die Unternehmensinvestitionen, die sich seit Ende 2000 stark verringert hatten, waren in der zweiten Jahreshälfte aufwärtsgerichtet, wenn auch trotz günstiger Finanzierungsbedingungen nur wenig. Nicht zuletzt die unsichere weltpolitische Entwicklung dürfte die Investoren zur Zurückhaltung veranlasst haben. Hingegen expandierte die privaten Wohnungsbauinvestitionen, gefördert durch außerordentlich niedrige Hypothekenzinsen, weiter kräftig. Die Lagerbestände haben sich im Verlauf des Jahres 2002 leicht erhöht, wenngleich sie im Verhältnis zur Binnennachfrage nach wie vor gering sind. Der private Verbrauch erwies sich in der zweiten Jahreshälfte erneut als robust; besonders hoch war die Nachfrage nach Kraftfahrzeugen. Gedämpft wurde die Konjunktur gegen Jahresende durch einen Rückgang der Exporte; die Importe nahmen hingegen leicht zu.

Abbildung 3:

Indikatoren<sup>a</sup> zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten 1999–2003



<sup>a</sup>Saisonbereinigt. – <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate. – <sup>c</sup>Real. – <sup>d</sup>Nominal. – <sup>e</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: OECD (2003).



Die monetären Rahmenbedingungen wirken derzeit anregend auf die Konjunktur. Die Federal Reserve reagierte auf die geringe konjunkturelle Dynamik und senkte die Leitzinsen im November 2002 um 50 Basispunkte auf 1,25 Prozent. Gleichzeitig wollte sie dem Rückgang der Kerninflationsrate entgegenwirken. Der kurzfristige Realzins ist seit fast eineinhalb Jahren negativ. Die langfristigen Zinsen, die im Frühjahr 2002 angestiegen waren, sind seither wieder rückläufig; die Rendite für 10jährige Staatsanleihen liegt derzeit bei dem im historischen Vergleich sehr niedrigen Wert von rund 4 Prozent. Noch stärker sank die Rendite für Unternehmensanleihen guter Qualität. Der Zinsabstand zwischen ihnen und Staatsanleihen reduzierte sich zuletzt stetig: für Unternehmensanleihen mit einer geringen Bonität ist er unverändert groß geblieben. Hingegen verschlechterten sich die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen, da die Aktienkurse, nicht zuletzt aufgrund des Vertrauensverlusts in die Qualität der Unternehmensbilanzen und der Kriegsgefahr am persischen Golf, stark rückläufig waren. Im Oktober erreichten sie ihren tiefsten Stand seit 1997. Gestützt wird die Konjunktur durch die Abwertung des US-Dollar, insbesondere gegenüber dem Euro verlor er an Wert.

Die Fed dürfte in der zweiten Hälfte des Jahres 2003 bei einer sich zunehmend festigenden Konjunktur beginnen, ihren sehr expansiven Kurs allmählich zurückzunehmen. Im kommenden Jahr werden angesichts steigender Kapazitätsauslastung und verbesserter Ertragsperspektiven weitere Zinsschritte folgen, um dem Entstehen von Inflationserwartungen zu begegnen. Zum Jahresende 2004 sehen wir die Federal Funds Rate bei 3,0 Prozent, ein Niveau, das immer noch konjunkturanregend wirken dürfte.

Die Fiskalpolitik der Vereinigten Staaten war im vergangenen Jahr stark expansiv ausgerichtet. Nachdem im Fiskaljahr (Ende: 30. September) 2001 noch ein Überschuss im Bundeshaushalt erzielt werden konnte, ergab sich für 2002 ein Defizit von 158 Mrd. US-Dollar (1,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts). Zum einen sanken die Steuereinnahmen um 7 Prozent, wozu vor allem umfangreiche Steuerentlastungen, insbesondere eine Senkung der Einkommensteuersätze, beitrugen. Zum anderen wurden die Staatsausgaben um knapp 8 Prozent ausgeweitet; besonders deutlich war die Steigerung bei den Ausgaben für die innere und äußere Sicherheit. Das strukturelle Defizit stieg im vergangenen Jahr auf 1,5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Die Regierung beabsichtigt, die Steuern in den nächsten 10 Jahren zusätzlich um 674 Mrd. US-Dollar zu senken. Dieser Betrag ist etwa halb so hoch wie das mit dem Steuerpaket aus dem Jahr 2001 verbundene Entlastungsvolumen. Kern des neuen Programms sind die Abschaffung der Dividendensteuer, die Erhöhung der Kinderfreibeträge und verbesserte Abschreibungsmöglichkeiten für kleine und mittlere Unternehmen. Des Weiteren sollen bereits

beschlossene Einkommensteuersenkungen vorgezogen und Zuwendungen für Arbeitslose erhöht werden. Der fiskalpolitische Impuls des neuen Steuerpakets dürfte im Jahr 2003 etwa 0,7 Prozent ausmachen. Allerdings ist mit einer Anhebung von Steuern in einzelnen Bundesstaaten zu rechnen. Diese Bundesstaaten weisen Budgetdefizite auf, sind aber per Gesetz zum Budgetausgleich verpflichtet. Alles in allem dürfte sich das strukturelle Budgetdefizit des Gesamtstaates in diesem auf Jahr 3,7 Prozent belaufen (Tabelle 2). Hierbei ist unterstellt, dass das Steuersenkungspaket in der vorgeschlagenen Höhe verabschiedet wird und dass es zu einem kurzen Krieg gegen den Irak kommt, der in diesem Jahr zu Mehrausgaben von rund 85 Mrd. US-Dollar führt. Für das kommende Jahr sind Kosten von lediglich 20 Mrd. US-Dollar für Friedenssicherung und Aufbauhilfe veranschlagt. So wird das strukturelle Budgetdefizit 2004 auf 3,2 Prozent sinken.

Tabelle 2:

Budgetdefizit<sup>a</sup> des Gesamtstaats in den Vereinigten Staaten 2002, 2003 und 2004 (Fiskaljahr)

	2002	2003 <sup>b</sup>	2004 <sup>b</sup>
Defizit	1,5	3,9	3,2
Strukturelles Defizit	1,5	3,7	3,2
Strukturelles Defizit ohne Steuerpaket	–	3,0	2,4

<sup>a</sup>In Prozent des Bruttoinlandsprodukts. – <sup>b</sup>Prognose.

Quelle: Congressional Budget Office (2003); eigene Prognosen.

Trotz der expansiven Wirtschaftspolitik dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion in den ersten Monaten dieses Jahres noch verhalten steigen. Hierauf deuten die Auftragseingänge und die Frühindikatoren, wie etwa der Einkaufsmanagerindex, hin. Der private Konsum litt zu Jahresbeginn unter einem ausgeprägten Rückgang des Konsumentenvertrauens, der wohl wesentlich durch den Irak-Konflikt verursacht wurde. Im weiteren Jahresverlauf wird der private Verbrauch stetig zunehmen. Bei dem unterstellten Szenario eines kurzen, aus amerikanischer Sicht erfolgreichen Kriegs wird sich die Stimmung der Verbraucher bald wieder aufhellen. Auch dürften die dämpfenden Effekte der Aktienbaisse nachlassen. Anregend wirken nicht zuletzt die günstigen Finanzierungsbedingungen und die Steuersenkung. Ab dem Winterhalbjahr erhält der Konsum zusätzlichen Antrieb dadurch, dass die Beschäftigung spürbar zu steigen beginnt. Mit dem Nachlassen der monetären Impulse wird die Expansion des privaten Verbrauchs allerdings in der zweiten Jahreshälfte 2004 abflachen. Die private Sparquote dürfte sich im Prognosezeitraum weiter erhöhen. Die Auslandsnachfrage dürfte sich, angeregt durch den günstigen Kurs des US-Dollars und die konjunkturelle Belebung bei den wichtigs-

ten Handelspartnern, in diesem und im nächsten Jahr beleben. Gleichwohl wird sich der Außenbeitrag im Prognosezeitraum weiter verringern, auch weil die Import kräftig expandieren. Die Unternehmensinvestitionen werden zunächst nur wenig ausgeweitet. Mit der erwarteten Entspannung der weltpolitischen Lage dürfte sich das Geschäftsklima aber deutlich verbessern und die Ausrüstungsinvestitionen dürften im Sommer merklich anziehen. Dabei werden zunächst noch Ersatzbeschaffungen im Vordergrund stehen, doch wird angesichts verbesserter Absatz- und Ertragsersparungen das Erweiterungsmotiv im Prognosezeitraum zunehmend an Gewicht gewinnen.

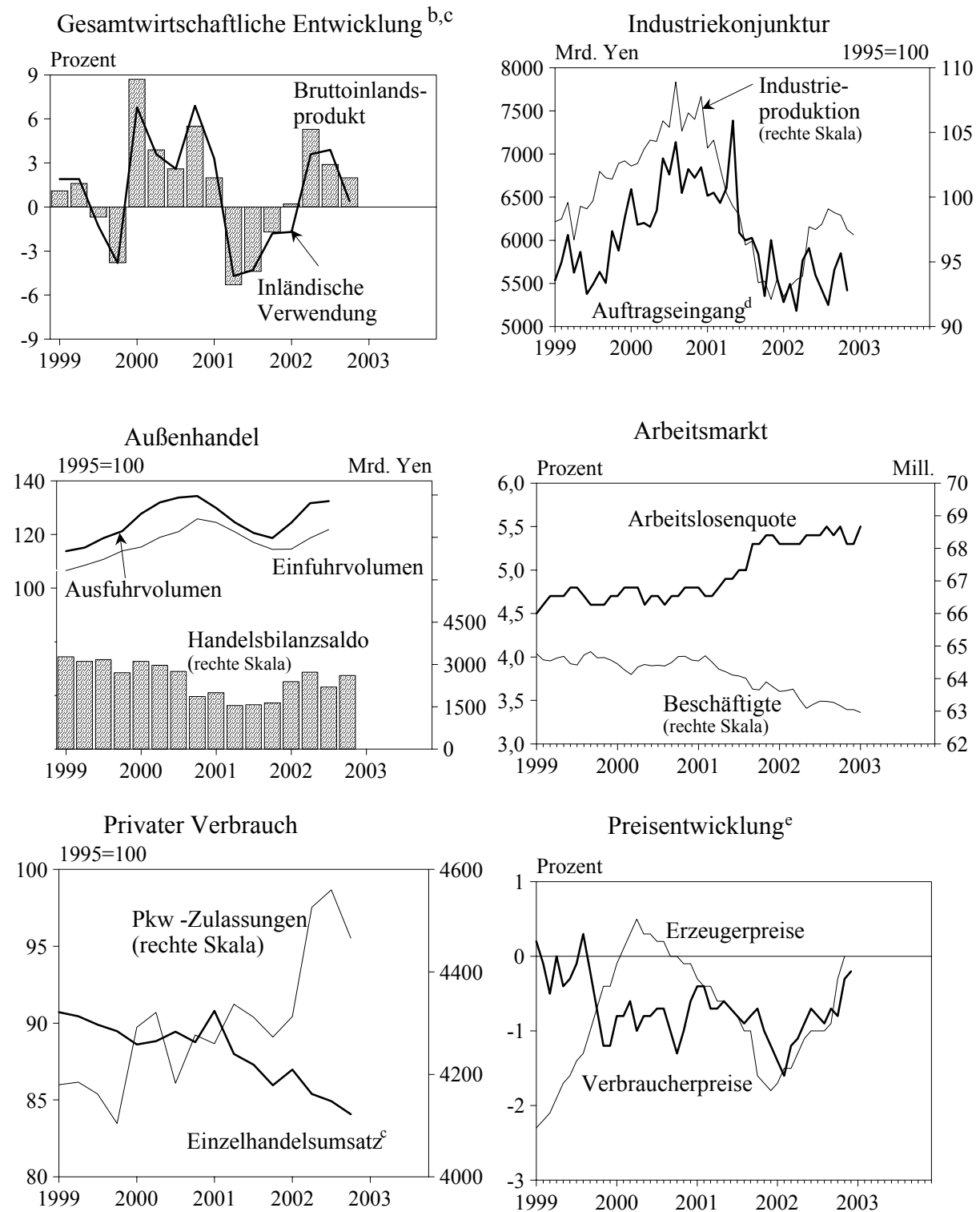
Alles in allem rechnen wir mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts von 2,5 Prozent im Jahr 2003 und 3,7 Prozent im Jahr 2004. Im Sommerhalbjahr des kommenden Jahres dürfte sich der Output Gap geschlossen haben. Die Arbeitslosenquote wird in der zweiten Jahreshälfte 2003 beginnen, sich spürbar zu verringern. Im Durchschnitt dieses Jahres wird sie 5,7 Prozent betragen, im kommenden Jahr dürfte sie auf durchschnittlich 5,4 Prozent zurückgehen. Der Preisanstieg bleibt in diesem Jahr noch gering, zumal bis zur Jahresmitte mit einem Rückgang der Energiepreise zu rechnen ist. Im Jahr 2003 werden sich die Konsumentenpreise um 1,9 Prozent erhöhen. Mit zunehmender Kapazitätsauslastung beschleunigt sich die Inflation im Jahr 2004 leicht auf 2,4 Prozent.

### **Japan: Konjunktur mit geringer Dynamik**

Die japanische Wirtschaft hat sich im vergangenen Jahr spürbar erholt (Abbildung 4). Im Jahresverlauf nahm die gesamtwirtschaftliche Produktion im Schnitt sogar um rund 2,5 Prozent zu. Die Konjunktur wurde vor allem durch einen starken Anstieg der Auslandsnachfrage angetrieben; im vierten Quartal lagen die Exporte etwa 20 Prozent über ihrem Vorjahreswert. Der asiatische Raum entwickelte sich trotz der schwachen Weltkonjunktur sehr robust; Japan baute seinen Handel vor allem mit der Volksrepublik China weiter aus. Die Binnenkonjunktur zeigte Anzeichen einer Stabilisierung: Die gesamten Investitionen, die 2001 eingebrochen und auch im ersten Halbjahr 2002 noch rückläufig gewesen waren, stiegen in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres an. Die privaten Konsumausgaben wurden stetig, wenn auch verhalten ausgeweitet. Die Lage der japanischen Haushalte ist gleichwohl weiterhin kritisch: Die Zahl der Beschäftigten sank im Verlauf des Jahres, und gleichzeitig nahmen die realen Einkommen bei Bonus- und Nominallohnkürzungen weiter ab. So ging die Sparquote im Jahr 2002 deutlich zurück. Alles in allem kann von einer durchgreifenden Konjunkturerholung noch nicht gesprochen werden. Die seit vier Jahren anhaltende Deflation, eine ungebrochene Welle von

Abbildung 4:

Indikatoren<sup>a</sup> zur Konjunktur in Japan 1999–2003



<sup>a</sup>Saisonbereinigt. – <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate. – <sup>c</sup>Real. – <sup>d</sup>Maschinenbau. – <sup>e</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: IMF (2003), OECD (2003).

Firmenpleiten und die historisch hohe Arbeitslosenquote sind Symptome für die Überkapazitäten in der japanischen Volkswirtschaft und verdeutlichen die Notwendigkeit von Struktur-reformen.

Vor dem Hintergrund einer hohen Verschuldung und der schwachen Investitionskonjunktur hielten sich die privaten Unternehmen in ihrer Kreditnachfrage stark zurück; die private Kreditvergabe war trotz kurzfristiger Zinsen nahe null weiterhin rückläufig. So führte die kräftige Ausweitung der Zentralbankgeldmenge nicht zu einem vergleichbaren Anstieg bei den breiteren Geldmengen: Die Zentralbankgeldmenge expandierte im Verlauf des Jahres 2002 um rund 20 Prozent, während die Geldmenge M2+CD nur um etwa 2 Prozent zulegte. Der jüngste Rückgang der Rendite auf langfristige Staatsanleihen ist nicht so sehr als Zeichen für bessere Finanzierungsmöglichkeiten zu werten, sondern deutet eher darauf hin, dass das Vertrauen in eine baldige Beendigung der Deflation gesunken ist: Die Regierung hat ihre Absicht, die Deflation rasch zu überwinden, offenbar aufgegeben. Dies hat die Hoffnung auf ein schnelles Ende der Deflation zunichte gemacht, zumal nicht damit zu rechnen ist, dass die Notenbank auf radikale Maßnahmen wie z.B. eine massive Yenabwertung setzen wird. Stattdessen wird sie weiterhin an ihrer Nullzinspolitik festhalten und hat zugesagt, bei eventuell auftretenden Turbulenzen am Aktienmarkt stützend einzugreifen. Insgesamt sind die Anregungen von der Geldpolitik weiterhin gering.

Vom Wechselkurs dürfte vorerst eine dämpfende Wirkung auf die Konjunktur ausgehen. Die schon seit dem Frühjahr 2002 anhaltende Aufwertung des Yen gegenüber dem Dollar dürfte mit der üblichen Verzögerung nicht nur die Ausfuhren in die USA schwächen, sondern auch die in die Volksrepublik China, wo an der Wechselkursbindung zum Dollar festgehalten wird und die Wirtschaft somit durch die Abwertung ebenfalls an Wettbewerbsfähigkeit gewinnt. Eine weitere Aufwertung des Yen wird die Zentralbank aber wohl verhindern. Sie hat angekündigt, den Yen notfalls am Devisenmarkt gezielt schwächen. Wir erwarten, dass sich die japanische Währung im Verlauf des Prognosezeitraums leicht abwerten wird. Von daher werden sich die monetären Rahmenbedingungen tendenziell verbessern.

Die Regierung hat ihr Ziel eines Defizits im Staatshaushalt von höchstens 30 Billionen Yen nicht einhalten können. Zwar gingen die öffentlichen Investitionen im vergangenen Jahr um über vier Prozent zurück, doch fielen die Steuereinnahmen viel geringer aus als erwartet, so dass die Regierung zu Ende des Fiskaljahres 2002 einen Nachtragshaushalt in Höhe von knapp 5 Billionen Yen auflegen musste. Der Anstieg des Defizits war allerdings konjunkturbedingt, das strukturelle Defizit blieb nahezu unverändert. Für das Fiskaljahr 2003 sehen die Haushaltsplanungen schon jetzt eine Neuverschuldung um 36,5 Billionen Yen (knapp 7 Pro-

zent des Bruttoinlandprodukts) vor. Zwar ist eine Steuersenkung in Höhe von ungefähr 1,8 Billionen Yen (0,4 Prozent des Bruttoinlandprodukts) vorgesehen, doch wird gleichzeitig die Staatsquote zurückgeführt, so dass die Finanzpolitik insgesamt etwa neutral ausgerichtet bleibt.

Die japanische Konjunktur wird sich im ersten Halbjahr 2003 leicht abschwächen. Dafür spricht das seit Mitte des vergangenen Jahres gesunkene Konsumentenvertrauen; auch die Umfragen bei den Unternehmen deuten auf eine gedämpfte Inlandsnachfrage hin. Gleichzeitig werden die starke Notierung des Yen und die geringe Dynamik der Auslandsnachfrage den Exportboom beenden. Im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums wird die japanische Konjunktur etwas an Fahrt gewinnen, da die Exporte mit der anziehenden Weltkonjunktur wieder rascher steigen dürften. Die Binnennachfrage bleibt hingegen aufgrund von anhaltender Deflation und strukturellen Problemen verhalten und steht einer dynamischen Erholung im Wege. Für das Jahr 2004 erwarten wir einen Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts um 1,1 Prozent, nach 1,2 Prozent in diesem Jahr. Ein Ende der Deflation ist bei den anhaltend großen Überkapazitäten und ohne erhebliche Änderungen der geldpolitischen Strategie nicht in Sicht. In diesem wie im kommenden Jahr werden die Verbraucherpreise um etwa 0,5 Prozent zurückgehen.

### **Euroland: Erholung gewinnt allmählich an Fahrt**

Die konjunkturelle Expansion in Euroland war im vergangenen Jahr verhalten.<sup>2</sup> Das reale Bruttoinlandsprodukt stieg im zweiten Halbjahr 2002 mit einer laufenden Jahresrate von lediglich knapp 1 Prozent. Die Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion ist seit nunmehr zwei Jahren hinter dem Wachstum des Produktionspotentials zurückgeblieben. Maßgeblich für das langsame Fahrttempo im vergangenen Jahr war, dass die Binnennachfrage nur wenig zunahm. Dabei waren die Unternehmensinvestitionen in der Grundtendenz bis zuletzt abwärtsgerichtet. Die privaten Haushalte weiteten ihre Konsumausgaben angesichts der eingetrübten Arbeitsmarktlage deutlich langsamer aus als in den Vorjahren. Die Arbeitslosenquote stieg im Jahresverlauf von 8,1 Prozent auf 8,5 Prozent, die Zahl der Beschäftigten war in der zweiten Jahreshälfte zum ersten Mal seit dem Winterhalbjahr 1993/94 rückläufig. Der Preisauftrieb beruhigte sich im Verlauf des Jahres spürbar, nachdem es zu Jahresbeginn im

---

<sup>2</sup> Für eine ausführliche Analyse der Konjunktur im Euroraum siehe Gern et al. (2003).

Zusammenhang mit der Euro-Bargeldeinführung und einer ungewöhnlich schlechten Witterung zu einem Preissprung gekommen war. Im Durchschnitt von 2002 übertrafen die Verbraucherpreise ihr Niveau im Vorjahr um 2,2 Prozent.

Die Europäische Zentralbank reagierte Anfang März auf den anhaltenden Konjunkturabschwung und senkte den Mindestbietungssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte auf nunmehr 2,5 Prozent. Der kurzfristige Realzins liegt derzeit – gemessen sowohl an der Kerninflationsrate als auch am Anstieg des Harmonisierten Verbraucherpreisindex – bei rund einem halben Prozentpunkt und damit erheblich unter seinem langjährigen Durchschnitt. Wir rechnen damit, dass die Europäische Zentralbank ihren Leitzins vorerst auf dem jetzt erreichten Niveau belässt. Im kommenden Jahr dürfte sie den Expansionsgrad ihrer Politik im Zuge der Konjunkturerholung verringern. Weiterhin erwarten wir, dass der Euro im Prognosezeitraum nach der kräftigen Aufwertung in den vergangenen zwölf Monaten nicht weiter an Wert gewinnen wird. Die Finanzpolitik ist in diesem Jahr leicht restriktiv ausgerichtet, im kommenden Jahr schwenkt sie auf einen konjunkturneutralen Kurs ein.

Die Frühindikatoren deuten darauf hin, dass die Expansion der europäischen Wirtschaft in der ersten Jahreshälfte 2003 verhalten bleiben wird. So haben sich die von der Europäischen Kommission zusammengestellten Stimmungsindikatoren seit vergangenem Frühjahr deutlich eingetrübt. Zudem unterschreitet der Einkaufsmanagerindex seit der Jahresmitte den Schwellenwert 50 und signalisiert damit eine schrumpfende Industrieproduktion. Schließlich lässt der von EUROFRAME berechnete Konjunkturindikator erwarten, dass die wirtschaftliche Aktivität bis zum Sommer verhalten expandieren wird. Maßgeblich für die anhaltende Konjunkturschwäche ist offenbar die Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Irak-Konflikt. Unter der hier getroffenen Annahme, dass der Krieg von kurzer Dauer ist und sich die weltpolitische Lage anschließend beruhigt, dürfte sich die Stimmung von Investoren und Konsumenten im Sommer spürbar aufhellen. Damit ist die Voraussetzung dafür geschaffen, dass die Impulse von Seiten der Geldpolitik greifen und die binnenwirtschaftlichen Auftriebskräfte sich durchsetzen. Zudem dürfte die Konjunktur im Ausland an Fahrt gewinnen, so dass trotz der Euro-Aufwertung mit einer schnelleren Ausweitung der Exporte zu rechnen ist. Alles in allem rechnen wir für den Durchschnitt dieses Jahres mit einer Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts um 1,0 Prozent.

Im Laufe des kommenden Jahres dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion erstmals seit dem Jahr 2000 schneller als das Produktionspotential expandieren. Für das Jahr 2004 ist mit einer Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts um 2,6 Prozent zu rechnen. Die Lage am Arbeitsmarkt wird sich nach und nach verbessern, im Durchschnitt des kommenden Jahres

dürfte die Arbeitslosenquote auf 8,6 Prozent zurückgehen, nach einem Anstieg auf 8,9 in diesem Jahr. Der Auftrieb der Verbraucherpreise wird sich im Laufe dieses Jahres merklich abschwächen. Nach einer vor allem ölpreisbedingten Beschleunigung zu Jahresbeginn wird sich die Inflation mit dem Ende des Irak-Konflikts beruhigen. Auch im weiteren Prognosezeitraum wird der Preisauftrieb angesichts der niedrigen gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung und stabilitätsgerechter Lohnabschlüsse gering bleiben. Im Durchschnitt von 2003 dürften die Verbraucherpreise ihr Niveau im Vorjahr um 2,2 Prozent übertreffen, im kommenden Jahr werden sie voraussichtlich um 1,9 Prozent steigen.

### **Vorübergehend verlangsamer Produktionsanstieg im Vereinigten Königreich**

Im Vereinigten Königreich hat sich die Konjunktur im Laufe des vergangenen Jahres von der Flaute des Winterhalbjahres 2001/2002 erholt (Abbildung 5), wobei der Verlauf der Produktionsentwicklung allerdings erheblich durch Sonderfaktoren beeinflusst wurde.<sup>3</sup> Nachdem die Zuwachsrate der gesamtwirtschaftlichen Produktion im Sommerhalbjahr das Tempo des Trendwachstums wieder erreicht hatte, ging sie im vierten Quartal auf 1,8 Prozent (laufende Jahresrate) zurück. Im Jahresdurchschnitt 2002 nahm das reale Bruttoinlandsprodukt um 1,6 Prozent zu; es stieg damit doppelt so rasch wie im Euroraum.

Die Konjunkturbelebung war getragen von einem kräftigen Anstieg des privaten wie des öffentlichen Konsums. Dagegen blieben die Investitionen tendenziell abwärts gerichtet. Die Investitionszurückhaltung scheint vielfach auf Cash-Flow-Beschränkungen der Unternehmen zu beruhen. Vor dem Hintergrund der ausgeprägten Aktienkursrückgänge ist das Anlagevermögen der Pensionsfonds spürbar gesunken und die Unternehmen müssen erhebliche liquide Mittel einsetzen, um ihre dort festgeschriebenen Zahlungsverpflichtungen zu erfüllen (Bank of England 2003: 13). Der Außenbeitrag verringerte sich abermals deutlich, vor allem wegen einer markanten Exportschwäche, unter der insbesondere das verarbeitende Gewerbe litt. Dort sank die Produktion im vierten Quartal um annualisiert 3,6 Prozent. Im Dienstleistungssektor, der von der weiterhin lebhaften Konsumnachfrage der privaten Haushalte profitierte, blieb die Dynamik hingegen bis zuletzt hoch.

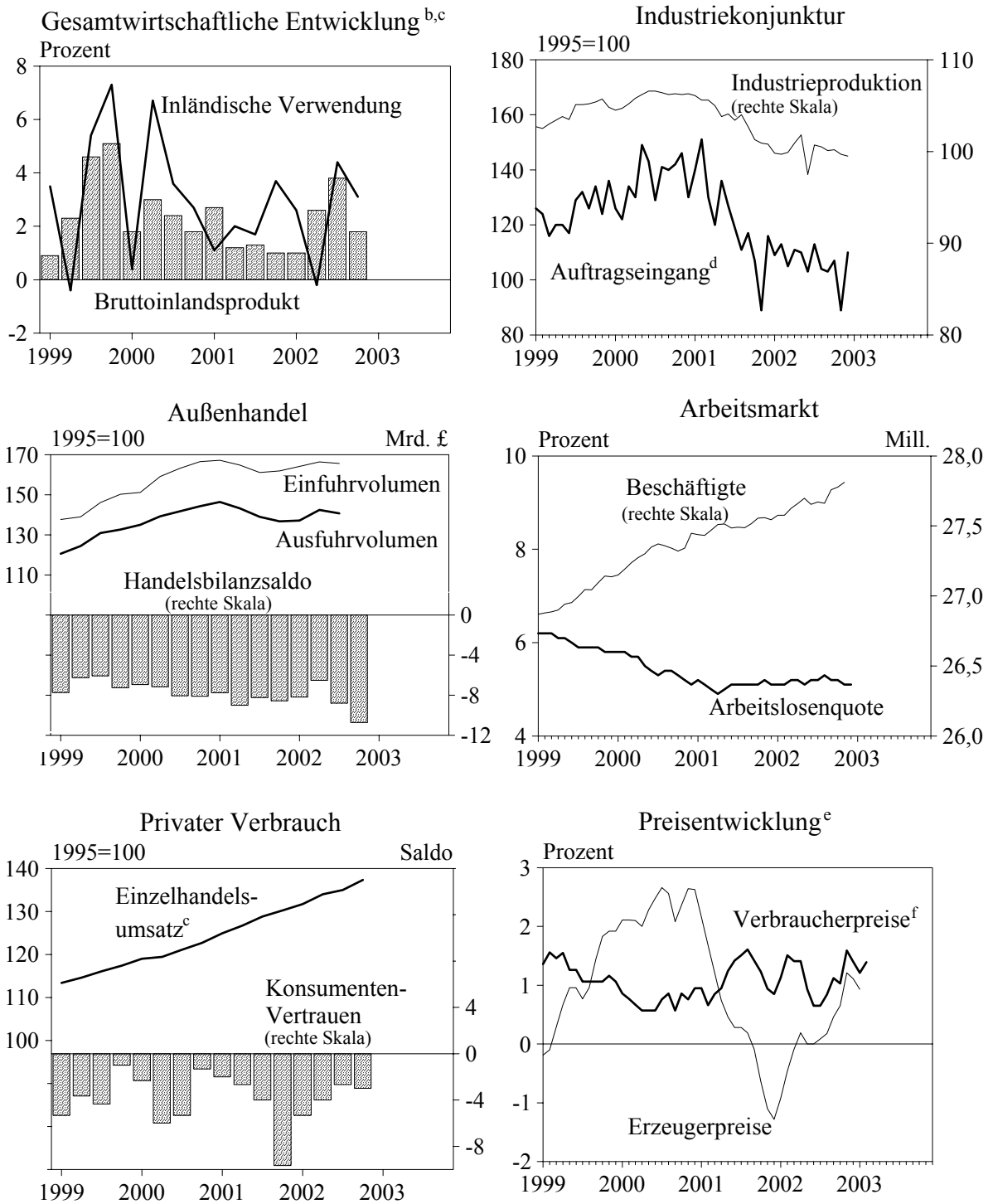
---

<sup>3</sup> Im Juni gab es zusätzliche Feiertage aufgrund des Thronjubiläums; in der Folge kam es zu Nachholeffekten im dritten Quartal.



Abbildung 5:

Indikatoren<sup>a</sup> zur Konjunktur im Vereinigten Königreich 1999–2003



<sup>a</sup>Saisonbereinigt. – <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate. – <sup>c</sup>Real. – <sup>d</sup>Maschinenbau. – <sup>e</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr. – <sup>f</sup>HVPI.

Quelle: Eurostat (2003); IMF (2003); OECD (2003).

Der Arbeitsmarkt zeigte sich weiterhin stabil. Die Arbeitslosenquote (ILO-Definition) sank im vierten Quartal leicht auf 5,1 Prozent, und die Rate der Empfänger von Arbeitslosenunterstützung belief sich unverändert auf 3,1 Prozent. Die Zahl der Beschäftigten stieg geringfügig an. Gleichzeitig ging allerdings die Zahl der Arbeitsstunden je Beschäftigten zurück. Der Verbraucherpreisauftrieb hat vor allem wegen beschleunigt gestiegener Wohnkosten und Ölpreise leicht angezogen. Gemessen am Index der Einzelhandelspreise ohne Hypothekenzinsen (RPIX), an dem sich die Notenbank orientiert, belief er sich im Januar auf 2,7 Prozent; die Inflationsrate liegt seit November 2002 leicht über dem Zielwert (2,5 Prozent). Der HVPI hingegen ging im Januar nach einem vorübergehenden Anstieg in den Vormonaten auf 1,4 Prozent zurück.

Im Februar senkte die Bank of England den Leitzins, der seit über einem Jahr 4,0 Prozent betragen hatte, um 25 Basispunkte auf 3,75 Prozent. Sie begründet diesen Schritt mit den sich verschlechternden Konjunkturaussichten. Die Überschreitung des Inflationszieles betrachtet die Bank of England als lediglich vorübergehend; zudem hat sich der Anstieg der Immobilienpreise abgeflacht. Unter der Annahme, dass es zu einer baldigen Lösung des Irak-Konflikts kommt und dadurch die auf den Märkten herrschende Unsicherheit abgebaut wird, dürfte die Bank of England den Basiszins im weiteren Verlauf des Jahres auf dem jetzigen Niveau belassen. Von der Geldpolitik gehen leichte Anregungen aus.

Sogar deutliche Impulse gibt in diesem Jahr die Finanzpolitik. Das Budgetdefizit wird infolge umfangreicher Ausgabensteigerungen zur Verbesserung der wichtigsten öffentlichen Leistungen im kommenden Fiskaljahr (April 2003 bis März 2004) im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt auf über 2 Prozent zunehmen, nach 1,3 Prozent im Jahr zuvor. Gegen Ende des Jahres dürfte bei deutlich anziehender Weltproduktion eine durchgreifende Erholung der Exporte einsetzen. Angesichts des sich verbessernden konjunkturellen Umfeldes werden sich die Investitionen in diesem Jahr beleben. Demgegenüber wird sich der private Verbrauch 2003 abflachen. Hierauf wirkt der sich allmählich verlangsamende Anstieg der Preise für Wohnimmobilien ebenso hin wie die Vermögenswertverluste aufgrund der Aktienkursrückgänge und die im April anstehende Anhebung der Einkommensteuer. Die Zunahme der ungesicherten Kredite hat sich bereits verlangsamt und das Konsumentenvertrauen ist zuletzt deutlich gesunken. Die gesamtwirtschaftliche Produktion dürfte 2003 um 2,2 Prozent zunehmen, für das kommende Jahr ist ein Plus von 2,4 Prozent zu erwarten. Dies entspricht etwa der Rate des Potentialwachstums. Die Verbraucherpreise werden in wenig verändertem Tempo annähernd zielgerecht steigen.

## **Konjunktur in Mittel- und Osteuropa auch ohne Westwind in Fahrt**

Die wirtschaftliche Expansion in den mitteleuropäischen und baltischen Volkswirtschaften blieb im vergangenen Jahr deutlich aufwärts gerichtet, zumeist gewann sie jedoch in der zweiten Jahreshälfte angesichts der Flaute in den Industrieländern nicht mehr an Dynamik. Getragen wurde der Aufschwung von der inländischen Nachfrage, insbesondere vom privaten Verbrauch, der weiterhin durch hohe Realeinkommenssteigerungen gestützt wurde. Die Investitionsnachfrage nahmen stetig zu. Tendenziell dämpfend wirkte der Außenhandel, da die Exporte vielfach deutlich langsamer stiegen als die Importe. Dies war einerseits auf die geringe Nachfragedynamik im Ausland, andererseits auf die anhaltende reale Aufwertung der Währungen einiger Länder zurückzuführen. Die Arbeitslosigkeit ging nur mäßig zurück; die Produktionsausweitung wurde zu einem erheblichen Teil durch Produktivitätsgewinne bewältigt.

Auch im laufenden Jahr wird die Inlandsnachfrage der Konjunkturmotor sein. Steigende Realeinkommen und weiter sinkende Zinsen dürften den Kraftstoff dafür liefern. Noch sind keine Anzeichen dafür zu erkennen, dass der kräftige Anstieg der Reallöhne die Investitionsneigung beeinträchtigt. So wird zu der deutlichen Zunahme des privaten Verbrauchs eine Belebung der Investitionsnachfrage im Jahresverlauf hinzu kommen. Für weitere Zinssenkungen gibt es in den meisten Staaten Spielraum, da die Inflationsraten in der Regel deutlich gesunken sind. Die Fiskalpolitik wird im Jahr 2003 restriktiv ausgerichtet sein; wir erwarten, dass sie – auch im Hinblick auf den EU-Beitritt – darauf bedacht sein wird, die Defizite in den öffentlichen Haushalten zu verringern. Von der Auslandsnachfrage sind, aufgrund der immer noch schwachen Konjunktur vor allem im Euroraum, kaum Impulse zu erwarten. Alles in allem wird die gesamtwirtschaftliche Produktion im Jahresverlauf weiterhin moderat ansteigen. Im Jahresdurchschnitt wird das reale Bruttoinlandsprodukt sein Vorjahresniveau um 3,3 Prozent übertreffen. Auf dem Arbeitsmarkt ist dabei keine nennenswerte Besserung zu erwarten. Der Verbraucherpreisanstieg wird in den Ländern mit noch relativ hohen Inflationsraten – wie zum Beispiel Bulgarien, Ungarn, Slowenien oder Rumänien – weiter zurückgeführt werden, in denjenigen Ländern, in denen der Disinflationierungsprozess weitgehend abgeschlossen ist, dürfte der Verbraucherpreisanstieg moderat bleiben.

Ein Konjunkturrisiko sehen wir für Ungarn, wo eine expansive Fiskalpolitik von einer Hochzinspolitik der Zentralbank begleitet wurde. Die Geldpolitik konnte damit zwar die Inflation dämpfen, die im Dezember 2002 mit 4,7 Prozent nur knapp die Zielmarke der Zentralbank von 4,5 Prozent verfehlte, doch stand der ungarische Forint unter permanentem Aufwertungsdruck. Durch die gesunkene Wettbewerbsfähigkeit werden die Exporte gedämpft, in der Folge

nimmt das Leistungsbilanzdefizit zu. Zwar hat die Zentralbank die Zinsen im Januar deutlich verringert, aber im Verlauf dieses Jahres dürfte sie die Zinsen, angesichts des ambitionierten Inflationsziels für 2003 und 2004 von 3,5 Prozent wieder anheben, denn es ist zu erwarten, dass sich der Preisauftrieb nicht wie gewünscht abschwächt. In Ungarn ist dringend Fiskaldisziplin notwendig, um es der Notenbank zu erleichtern, die Zinsen dauerhaft zu senken.

Am 1. Mai 2004 werden, positive Ergebnisse der Volksabstimmungen vorausgesetzt, acht mitteleuropäische und baltische Staaten der Europäischen Union beitreten. Einerseits fördert der Beitritt das Vertrauen in die Wirtschaft, so dass sich das Investitionsklima verbessert und mit hohen Kapitalzuflüssen aus dem Ausland zu rechnen ist. Andererseits bedeutet der Beitritt zunächst eine Belastung für die Staatshaushalte, da die Aktivitäten der EU von den beitretenden Ländern mitfinanziert werden müssen. Wir erwarten, dass die positiven Effekte selbst in der kurzen Frist überwiegen werden. Bei anhaltend kräftiger Verbrauchskonjunktur und steigender Investitionsnachfrage dürfte sich das Expansionstempo im Verlauf des Jahres beschleunigen. Hinzu kommen verbesserte Exportperspektiven im Zuge des weltwirtschaftlichen Aufschwungs. Im Jahresdurchschnitt wird das gewichtete reale Bruttoinlandsprodukt der mitteleuropäischen und baltischen Staaten 2004 sein Vorjahresniveau um 3,7 Prozent übertreffen (Tabelle 3). Die Inflationsrate wird mit knapp 5 Prozent noch weit über dem EU-Durchschnitt liegen.

Für die robuste Konjunktur in Russland sind nach wie vor die Einnahmen aus dem Mineralöl-export ausschlaggebend. Bei dem kräftigen Anstieg der Rohölpreise im vergangenen Jahr konnte die russische Volkswirtschaft im Jahr 2002 um gut 4 Prozent expandieren. Dabei nahm der private Verbrauch, beflügelt von erneut hohen Reallohnsteigerungen stark zu. Die Investitionen hingegen wurden nur mäßig ausgeweitet, da steigende Kosten die Gewinne der Unternehmen belasteten. Die Importe stiegen weiterhin kräftig, zumal der Rubel real deutlich aufwertete. Die Inflationsrate ging auf 16 Prozent im Jahresdurchschnitt zurück; das Inflationsziel der Zentralbank (12–14 Prozent) wurde allerdings überschritten. Die Arbeitslosenquote sank nur leicht.

Obwohl die strukturellen Probleme des Landes nach wie vor nicht gelöst sind, dürfte sich der Produktionsanstieg in Russland im Prognosezeitraum fortsetzen. Für die Jahre 2003 und 2004 erwarten wir im Durchschnitt einen Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um jeweils 4 Prozent. Im Jahr 2003 wird der Auslandsschuldendienst Russlands einen Höhepunkt erreichen, der allerdings angesichts des hohen Budgetüberschusses ohne Probleme bewältigt werden kann.

Tabelle 3:

Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in mittel- und osteuropäischen Ländern 2001–2004 (Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in Prozent)

	Gewicht <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
		2001	2002 <sup>b</sup>	2003 <sup>c</sup>	2004 <sup>c</sup>	2001	2002 <sup>b</sup>	2003 <sup>c</sup>	2004 <sup>c</sup>
Polen	17,9	1,0	1,2	2,5	3,0	5,5	1,9	2,0	3,0
Tschechische Rep.	6,9	3,3	2,6	3,0	3,5	4,8	1,8	2,0	3,0
Rumänien	6,8	5,3	4,4	4,0	4,5	34,5	22,8	18,0	15,0
Ungarn	5,9	3,8	3,2	3,5	3,5	9,2	5,3	4,5	4,0
Slowakei	2,8	3,3	4,1	4,0	4,5	7,4	3,1	3,0	3,0
Bulgarien	2,2	4,0	4,3	4,0	4,5	7,4	5,8	5,5	4,5
Slowenien	1,6	3,0	3,0	3,5	4,0	8,4	7,5	7,0	6,0
Litauen	1,2	5,9	5,8	5,5	6,0	1,3	0,3	0,8	1,0
Lettland	0,8	7,7	5,2	5,0	5,5	2,5	1,9	2,0	2,5
Estland	0,6	5,0	5,7	5,5	6,0	5,8	3,6	3,8	4,0
Mitteeuropäische Reformländer	46,7	3,0	2,8	3,3	3,7	8,7	5,4	4,9	4,6
Russland	53,3	5,0	4,1	4,0	4,0	21,7	16,0	14,0	12,0
Mittel- und Osteuropa insgesamt	100,0	4,1	3,5	3,7	3,9	15,2	10,7	9,5	8,3

<sup>a</sup>In Prozent; gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2001 nach Kaufkraftparitäten. – <sup>b</sup>Teilweise geschätzt. – <sup>c</sup>Prognose.

Quelle: IMF (2003); OECD (2003); nationale Statistiken; eigene Berechnungen und Prognosen.

## Schwellenländer: Vorübergehende Konjunkturabschwächung in Asien – Ende der Rezession in Lateinamerika

In den asiatischen Schwellenländern setzte sich die Konjunkturbelebung trotz der schlechter werdenden weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen auch in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres fort. In einigen Ländern beschleunigte sich der Produktionsanstieg sogar; so verzeichnete China für das vierte Quartal 2002 einen Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts von 11 Prozent. War die Erholung von dem konjunkturellen Dämpfer des Jahres 2001 zunächst wesentlich aus einem Wiederanstieg der Exporte gespeist worden, so wurde der Aufschwung im Jahresverlauf zunehmend von der Binnennachfrage getragen. In einzelnen Ländern, insbesondere in Korea und in Thailand, nahm die Entwicklung beim privaten Verbrauch boomhafte Züge an. Zuletzt gab es allerdings in den meisten Ländern Anzeichen für eine Verlangsamung der Expansion. Ursache waren nur in Ausnahmefällen dämpfende Maßnahmen der Wirtschaftspolitik. Beispielsweise erhöhte die koreanische Zentralbank die Zinsen,

und die Regierung erschwerte die Ausweitung der Kreditvergabe an die privaten Haushalte; die Wirkungen sind bereits in einer stark verlangsamten Kreditzunahme sichtbar. Vor allem wirkt die Abflachung der Konjunktur in den Industrieländern bremsend. Beträchtliche Belastungen gehen überdies vom Anstieg des Ölpreises und der im Gefolge des Irak-Konflikts zu verzeichnenden ausgeprägteren Risikoscheu der Kapitalanleger aus. Für den weiteren Verlauf dieses Jahres erwarten wir, dass die Produktion in den asiatischen Schwellenländern in merklich abgeschwächtem Tempo expandiert. Im kommenden Jahr dürfte sich die Konjunktur dann im Zuge des Aufschwungs in den Industrieländern wieder beleben. Wir erwarten, dass das reale Bruttoinlandsprodukt in der Region (ohne China) 2003 um 4,0 Prozent und 2004 um 4,4 Prozent steigt (Tabelle 4). Das Tempo der Expansion der chinesischen Wirtschaft dürfte nahezu unverändert hoch bleiben. Allerdings bestehen dort beträchtliche Risiken insbesondere im Bankensektor.

Tabelle 4:

Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in asiatischen Ländern 2001–2004 (Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in Prozent)

	Gewicht <sup>a</sup>	Reales Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
		2001	2002 <sup>b</sup>	2003 <sup>c</sup>	2004 <sup>c</sup>	2001	2002	2003 <sup>c</sup>	2004 <sup>c</sup>
Südkorea	9,2	3,0	5,8	4,5	5,0	4,3	2,8	3,5	2,5
Indonesien	8,3	3,3	3,4	4,0	4,5	11,5	11,9	9,0	7,5
Taiwan	5,7	-2,0	3,5	3,5	5,0	-0,1	-0,2	0,0	0,5
Thailand	5,1	1,8	5,0	5,0	4,5	1,7	0,6	2,0	1,5
Philippinen	3,6	3,3	4,7	4,0	4,0	6,0	3,1	3,0	3,5
Malaysia	2,4	0,5	4,0	4,5	5,5	1,5	1,9	1,5	2,0
Hongkong	2,2	0,6	1,5	2,5	4,0	-1,3	-3,1	-2,0	-0,5
Singapur	1,3	-2,0	2,2	2,5	4,5	1,0	-0,4	0,5	1,0
Insgesamt	37,8	1,7	4,2	4,0	4,4	4,4	3,8	3,5	3,2
China	62,2	7,3	8,2	8,0	8,0	0,5	-0,5	0,0	0,5
Ostasien insgesamt	100,0	5,2	6,9	6,5	6,6	2,0	1,1	1,3	1,5

<sup>a</sup>In Prozent; gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2001 nach Kaufkraftparitäten. – <sup>b</sup>Teilweise geschätzt. – <sup>c</sup>Prognose.

Quelle: IMF (2003); OECD (2003); eigene Berechnungen und Prognosen.

Die Situation in Lateinamerika war im vergangenen Jahr durch die schwere Wirtschaftskrise in Argentinien geprägt, die insbesondere die Nachbarländer Uruguay und Paraguay in Mitleidenschaft zog. Auch Venezuelas Wirtschaft befand sich auf steiler Talfahrt. Zuletzt verschärfte sich hier die Lage infolge des Generalstreiks sogar noch, während sich in Argentinien

zuletzt Anzeichen für eine Stabilisierung der Produktion mehrten. Vergleichsweise robust zeigte sich die brasilianische Wirtschaft. Obwohl die Rahmenbedingungen durch die Wirtschaftskrisen in den Nachbarländern ungünstig waren und die Notenbank die Zinsen anhob, weil die Währung im Vorfeld der Präsidentschaftswahlen erheblich unter Druck kam, festigte sich die Konjunktur. Der neue Präsident hat – anders als vielfach befürchtet – angekündigt, die Politik fortzusetzen, die auf fiskalische Konsolidierung setzt, um das Vertrauen der internationalen Kapitalmärkte zu gewinnen. Er hat sogar den von der Regierung angestrebten Überschuss im Primärhaushalt von 3,75 auf 4,25 Prozent angehoben. Problematisch ist die derzeitige Zielüberschreitung bei der Inflation, die die Notenbank zu einer Straffung ihrer Politik veranlassen dürfte. Gleichwohl erwarten wir, dass sich die konjunkturelle Aufwärtstendenz im laufenden Jahr festigt. Im kommenden Jahr dürfte die lateinamerikanische Wirtschaft insgesamt wieder deutlich expandieren, nachdem im laufenden Jahr der Zuwachs gering sein wird (Tabelle 5).

Tabelle 5:

Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in lateinamerikanischen Ländern 2001–2004 (Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in Prozent)

	Gewicht <sup>a</sup>	Reales Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
		2001	2002 <sup>b</sup>	2003 <sup>c</sup>	2004 <sup>c</sup>	2001	2002	2003 <sup>c</sup>	2004 <sup>c</sup>
Brasilien	37,5	1,5	1,5	3,0	3,5	6,8	8,4	12,5	9,0
Mexiko	27,5	-0,3	1,0	2,5	4,0	6,3	5,0	5,0	4,0
Argentinien	12,7	-4,4	-12,0	-2,5	4,0	-1,1	25,9	35,0	20,0
Kolumbien	9,1	2,0	1,5	2,5	3,0	8,7	6,9	7,5	7,0
Chile	6,9	3,0	1,0	2,5	4,0	3,6	2,5	3,0	2,5
Venezuela	6,4	2,8	-9,0	-12,0	-2,0	12,0	22,4	40,0	25,0
Insgesamt	100,0	0,6	-1,0	1,1	3,3	6,0	10,0	14,0	9,4

<sup>a</sup>In Prozent; gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2001 nach Kaufkraftparitäten. – <sup>b</sup>Teilweise geschätzt. – <sup>c</sup>Prognose.

Quelle: IMF (2003); OECD (2003); nationale Statistiken; eigene Berechnungen und Prognosen.

## Ausblick: Weltkonjunktur nimmt langsam wieder Fahrt auf

Der Produktionsanstieg in den Industrieländern dürfte im Winterhalbjahr 2002/3 sehr moderat ausgefallen sein. Die vorlaufenden Indikatoren lassen zwar erwarten, dass die konjunkturelle Dynamik auch in den nächsten Monaten verhalten bleibt. Ein Abrutschen in die Rezession

signalisieren sie jedoch nicht. Für den weiteren Verlauf des Jahres erwarten wir, dass sich der Produktionsanstieg wieder beschleunigt. Unterstellt ist dabei, dass es in den kommenden Wochen zu einem kurzen Krieg am Golf kommt, der zu einem Regimewechsel im Irak führt und keine zusätzlichen Spannungen in der Region auslöst. Damit dürften belastende Faktoren in Kürze an Gewicht verlieren. Die derzeitig vorherrschende politische Unsicherheit wird sich dann spürbar verringern, und der Ölpreis dürfte im Sommer stark nachgeben; angenommen sind für den Prognosezeitraum ab der Jahresmitte Notierungen zwischen 20 und 25 US-Dollar je Barrel Brent. Wir erwarten außerdem, dass sich das Klima an den Finanzmärkten wieder verbessert, so dass die dämpfenden Einflüsse über den Vermögenseffekt nachlassen und die Kapitalbeschaffung für Unternehmen leichter wird.

Vor diesem Hintergrund dürften die wirtschaftspolitischen Anregungen zunehmend Wirkung entfalten und die konjunkturelle Erholung dürfte in den Industrieländern wieder Tritt fassen. Trotz einer spürbaren Beschleunigung in der zweiten Jahreshälfte wird der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts im laufenden Jahr aber in den meisten Ländern kaum höher ausfallen als im vergangenen Jahr (Tabelle 6). Im kommenden Jahr setzt sich der Aufschwung fort. Im Jahresdurchschnitt wird das reale Bruttoinlandsprodukt der Industrieländer mit 2,8 Prozent erstmals seit 2000 wieder rascher steigen als im mittelfristigen Trend. Die Lage am Arbeitsmarkt wird sich dabei erst im Verlauf des kommenden Jahres merklich bessern. Der Verbraucherpreisanstieg bleibt im Prognosezeitraum gering.

In den Vereinigten Staaten werden die kräftigen wirtschaftspolitischen Impulse und die Verbesserung der weltpolitischen Rahmenbedingungen nach der Jahresmitte dazu führen, dass sich Produktion und Nachfrage deutlich beleben. Das reale Bruttoinlandsprodukt wird in diesem Jahr voraussichtlich um 2,6 Prozent und 2004 um 3,7 Prozent steigen. Auch im Euroraum werden sich die Auftriebskräfte im Verlauf dieses Jahres zunehmend durchsetzen. Die Binnennachfrage wird durch die Geldpolitik stimuliert, und die Auslandsnachfrage wird sich im Zuge der weltwirtschaftlichen Belebung kräftigen. Im kommenden Jahr wird sich der Aufschwung mit dem Auslaufen dämpfender Faktoren festigen. Der Output Gap wird sich zu schließen beginnen; die gesamtwirtschaftliche Produktion dürfte 2004 mit 2,6 Prozent etwas schneller expandieren als das Produktionspotential, nachdem in diesem Jahr lediglich ein Anstieg von 1 Prozent zu verzeichnen sein wird. Die japanische Konjunktur wird nach einer Abschwächung im ersten Halbjahr 2003 im weiteren Prognosezeitraum nur wenig an Fahrt gewinnen, da die Binnennachfrage infolge der anhaltenden Deflation und des Fortbestands struktureller Probleme verhalten bleibt. Auch im Vereinigten Königreich wird das konjunkturelle Fahrttempo nach der Jahresmitte gemessen an der Ausweitung des Produktionspotentials mäßig bleiben. Zwar werden die Staatsausgaben weiter kräftig zunehmen, doch sind die geld-



politischen Impulse relativ gering und Steuererhöhungen wirken dämpfend. Auch die zu erwartende Verlangsamung des Anstiegs der Immobilienpreise wirkt einer konjunkturellen Beschleunigung entgegen.

Tabelle 6:

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Industrieländern 2002, 2003 und 2004

	Gewicht <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>			Verbraucherpreise <sup>b,c</sup>			Arbeitslosenquote <sup>d</sup>		
		2002 <sup>e</sup>	2003 <sup>f</sup>	2004 <sup>f</sup>	2002	2003 <sup>f</sup>	2004 <sup>f</sup>	2002	2003 <sup>f</sup>	2004 <sup>f</sup>
Deutschland	8,2	0,2	0,4	2,3	1,2	1,5	1,4	8,2	8,9	8,9
Frankreich	5,9	1,2	1,3	2,9	1,9	1,7	1,5	8,7	9,2	8,6
Italien	4,9	0,4	1,3	2,5	2,6	2,6	2,0	9,0	9,1	8,7
Spanien	2,7	2,0	2,0	3,5	3,5	3,3	2,7	11,4	12,3	11,6
Niederlande	1,7	0,3	0,7	2,5	3,9	2,7	2,2	2,7	3,6	3,7
Belgien	1,0	0,7	1,3	2,7	1,5	1,7	1,5	7,3	8,0	7,6
Österreich	0,8	1,0	1,1	2,6	1,7	1,6	1,8	4,1	4,4	4,2
Finnland	0,5	1,7	2,9	4,5	2,0	2,0	2,4	9,2	8,8	8,0
Griechenland	0,5	3,7	4,0	5,0	3,9	3,1	3,0	10,0	9,7	9,2
Portugal	0,5	0,2	0,0	2,0	3,7	4,0	4,0	5,0	6,6	6,5
Irland	0,5	5,5	3,5	4,5	4,7	4,3	3,0	4,4	4,7	4,5
Luxemburg	0,1	0,5	2,0	3,5	2,0	2,7	1,9	2,4	3,1	2,9
Euroland	27,4	0,8	1,0	2,6	2,2	2,2	1,9	8,3	8,9	8,6
Vereinigtes Königreich	6,5	1,6	2,2	2,4	1,3	1,6	1,3	5,2	5,5	5,7
Schweden	1,0	1,4	2,0	2,8	2,3	2,2	2,0	5,3	5,0	4,7
Dänemark	0,7	0,9	1,5	1,9	2,2	2,0	1,8	4,6	4,5	4,5
Europäische Union	35,6	1,0	1,3	2,6	2,0	2,0	1,7	7,3	7,8	7,6
Schweiz	1,0	0,1	0,7	1,2	0,6	0,5	0,8	3,0	3,0	2,8
Norwegen	0,8	2,0	2,0	1,8	1,3	1,5	2,0	3,7	3,7	3,6
Westeuropa	37,4	1,0	1,3	2,5	1,9	1,9	1,7	7,1	7,6	7,4
Vereinigte Staaten	43,2	2,4	2,6	3,7	1,6	1,9	2,4	5,8	5,7	5,4
Japan	16,4	0,3	1,2	1,1	-0,9	-0,6	-0,4	5,4	5,5	5,5
Kanada	3,0	3,4	3,4	3,5	2,1	2,4	2,5	7,5	7,3	7,1
Länder insgesamt	100,0	1,5	1,9	2,8	1,3	1,5	1,7	6,4	6,6	6,4

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

Quelle: Eurostat (2003); OECD (2003); eigene Berechnungen und Prognosen.

Außerhalb der Industrieländer zeigt sich ein differenziertes Bild. In den asiatischen Schwellenländern deutet sich für das laufende Jahr ein Verlangsamung der Konjunktur an, wozu neben einer nachlassenden Auslandsnachfrage zum Teil auch die heimische Wirtschaftspolitik beiträgt. Für Lateinamerika erwarten wir eine allmähliche Stabilisierung der Produktion, doch sind die Risiken beträchtlich. In Mittel- und Osteuropa wird sich der Produktionsanstieg in wenig verändertem Tempo fortsetzen (Tabelle 7). Für 2004 sind die Perspektiven angesichts des zu erwartenden merklichen Anziehens der Konjunktur in den Industrieländern günstig. Der Produktionsanstieg dürfte sich in allen Regionen beschleunigen. Die Weltproduktion insgesamt wird im kommenden Jahr mit 3,9 Prozent etwas schneller zunehmen als im mittelfristigen Trend, nachdem in diesem Jahr mit 3,1 Prozent zum dritten Mal in Folge eine deutlich unterdurchschnittliche Rate verzeichnet werden dürfte. Die Ausweitung des Welthandels wird sich nach der Abschwächung im Winterhalbjahr 2002/3 im Prognosezeitraum wieder beschleunigen. Für den Jahresdurchschnitt rechnen wir mit einer Zunahme von 5 Prozent in diesem und 7,5 Prozent im kommenden Jahr.

Tabelle 7:

Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2001–2004 (Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in Prozent)

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	2001	2002 <sup>a</sup>	2003 <sup>b</sup>	2004 <sup>b</sup>	2001	2002 <sup>a</sup>	2003 <sup>b</sup>	2004 <sup>b</sup>
Weltwirtschaft	2,2	2,8	3,1	3,9	4,0	3,3	3,5	3,9
darunter:								
Industrieländer	0,9	1,5	1,9	2,8	2,0	1,3	1,5	1,7
Ostasien <sup>c</sup>	1,7	4,2	4,0	4,4	4,4	3,8	3,5	3,2
China	7,3	8,2	8,0	8,0	0,5	-0,5	0,0	0,5
Lateinamerika	0,6	-1,0	1,1	3,3	6,0	10,0	14,0	9,4
Russland	5,0	4,1	4,0	4,0	21,7	16,0	14,0	12,0
Mitteleuropäische Reformländer	3,0	2,8	3,3	3,7	8,7	5,4	4,9	4,6
<i>Nachrichtlich:</i>								
Welthandelsvolumen	0,0	3,5	5,0	7,5	...	...	...	...

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

Quelle: IMF (2003); OECD (2003); eigene Berechnungen und Prognosen.

## **Am Rande der Deflation ?**

Derzeit wird vermehrt die Befürchtung geäußert, dass nach Japan auch die Vereinigten Staaten und Euroland in eine deflationäre Situation geraten könnten. In diesem Abschnitt sollen das Phänomen der Deflation und seine Gefahren diskutiert sowie wirtschaftspolitische Folgerungen gezogen werden.

### **Was ist Deflation ?**

Preisniveaustabilität wird inzwischen allgemein als wirtschaftspolitisches Ziel akzeptiert, das zu erreichen der Geldpolitik obliegt. Unvorhergesehene Änderungen des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus führen zu Verzerrungen bei der Ressourcenallokation, da die Wirtschaftssubjekte nur unvollkommen zwischen allgemeinen Preisänderungen und Änderungen der relativen Preise diskriminieren können. Beträchtliche Wohlfahrtsverluste resultieren dann, wenn das Steuersystem nicht indexiert ist. Auch kommt es zu einer unbeabsichtigten Umverteilung von Einkommen und Vermögen. Während bei einer nicht vorhergesehenen Inflation die Schuldner gewinnen, da der Realwert ihrer Schulden sinkt, profitieren im Fall der Deflation im allgemeinen die Kreditgeber.

Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass die Wohlfahrtsverluste bei Deflation höher sind als bei Inflation, weil bei einem Preisverfall insbesondere Investoren und Innovatoren (Unternehmer im Sinne Schumpeter) bestraft werden, was das Wachstum dämpft (Bosworth 2002). Überdies ist es erfahrungsgemäß schwieriger, Löhne zu senken als sie zu erhöhen, so dass ein gewisses Maß an Inflation die Anpassung an Schocks, die einen Rückgang der Reallöhne zur Wiedererlangung der Vollbeschäftigung erfordern, erleichtert (Cecchetti und Groshen 2000). Außerdem ist zu berücksichtigen, dass es bei der Inflationsmessung eine systematische Verzerrung nach unten gibt, weil Qualitätsverbesserungen oder Veränderungen in der Struktur der Nachfrage nicht ausreichend berücksichtigt werden. Die Notenbanken streben daher zumeist eine geringe positive Inflationsrate – in der Regel in Höhe von etwa 2 Prozent – an. Zu beachten ist, dass die Inflation auch bei erfolgreicher Politik um den Zielwert schwankt. Es ist sogar wahrscheinlich, dass es zu kurzen Phasen mit sinkendem Preisniveau kommt, beispielsweise infolge fallender Ölpreise oder einer Währungsaufwertung. Solange der Preisrückgang nur vorübergehend ist und das Inflationsziel im Mittel erreicht wird, kann nicht von Deflation gesprochen werden, denn darunter versteht man einen anhaltenden Rückgang des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus.

Zur Bewertung der Preistendenz muss ein umfassender Index herangezogen werden. Denn je niedriger die gesamtwirtschaftliche Inflationsrate ist, umso größer ist die Wahrscheinlichkeit, dass die Änderung relativer Preise, die maßgeblich durch unterschiedlich schnelle Produktivitätsfortschritte bestimmt wird, dazu führt, dass die Preise in einigen Güterkategorien auch über einen längeren Zeitraum fallen (während sie in anderen stärker steigen, als es für das gesamtwirtschaftliche Preisniveau für vertretbar gehalten wird). Es ist daher verfehlt, auf einen Rückgang der Produzentenpreise oder etwa industrieller Fertigwaren zu verweisen, um daraus abzuleiten, es drohe Deflation.

### **Worin besteht die besondere Gefahr der Deflation?**

Ein besonderes Problem der Deflation liegt darin, dass der Notenbank bei der Steuerung des Realzinses über den Nominalzins Grenzen gesetzt sind. Der Nominalzins kann nicht unter null sinken, weil niemand Geld zu einem negativen Nominalzins verleihen würde, wenn es kostenlos ist, Geld zu halten.<sup>4</sup> Tatsächlich kann diese Restriktion bereits bei einer niedrigen positiven Inflationsrate relevant werden, wenn zur Stabilisierung des Output Gaps deutlich negative Realzinsen angemessen wären. Im Extremfall kann es zu einer deflationären Spirale kommen, in der die Realzinsen auf Grund beschleunigt sinkender Preise steigen, was die private Nachfrage dämpft, wodurch der Preisverfall wiederum beschleunigt und der Realzins weiter erhöht wird. Den Prototyp einer Deflationsspirale gab es in der Großen Depression. Das Preisniveau sank zwischen 1929 und 1933 in den Vereinigten Staaten um durchschnittlich 6 Prozent pro Jahr, in Deutschland war die Deflationsrate nur wenig niedriger. Der Preisverfall ging einher mit einem massiven Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion; die Unterauslastung der Kapazitäten erreichte mehr als 20 Prozent. Die Entwicklung wurde freilich durch Fehler in der Wirtschaftspolitik verschärft, wie die Passivität der Geldpolitik als Folge des Festhaltens am Goldstandard, eine prozyklische Finanzpolitik und handelsbeschränkende Maßnahmen.

### **Gutartige und böartige Formen der Deflation**

Ob eine Deflation gefährlich ist oder nicht, hängt davon ab, was ihre Ursache ist. So hat es in der Wirtschaftsgeschichte Perioden gegeben, in denen die Preise im Trend gesunken sind und

---

<sup>4</sup> Goodfriend (2001) schlägt zur Überwindung dieses Problems eine Steuer auf umlaufendes Bargeld (carry tax) vor, deren Umsetzung allerdings auf erhebliche praktische Probleme stieße.

gleichzeitig Prosperität geherrscht hat. Die Ursache der Deflation lag in diesen Fällen auf der Angebotsseite; ein rascher Produktivitätsfortschritt war verbunden mit aufgrund schnell steigenden Arbeitskräftepotentials relativ zurückbleibenden Löhnen. In den Vereinigten Staaten sank beispielsweise das Preisniveau nach dem Ende des Bürgerkriegs im Jahr 1865 in der Tendenz über drei Jahrzehnte. Im Vereinigten Königreich war das gesamte neunzehnte Jahrhundert von rückläufigen Preisen geprägt, während sich das Pro-Kopf-Einkommen mehr als verdreifachte. In jüngster Zeit ist in China zu beobachten, dass die Produktion anhaltend mit hohen Raten wächst, obwohl die Verbraucherpreise niedriger sind als vor fünf Jahren. Bei einer durch positive Angebotseffekte induzierten Deflation ist die Nullzins-Grenze für den Nominalzins nicht relevant; denn der „gleichgewichtige“ Realzins ist vergleichsweise hoch, und es ist nicht notwendig, den Realzins zu drücken, um die Nachfrage zu stützen. Vielmehr können trotz sinkenden Preisniveaus gleichzeitig sowohl die Profitabilität der Unternehmen als auch die Löhne und die Beschäftigung steigen. Eine ähnliche Situation bestand 1986/1987 in einigen Industrieländern, als ein kräftiger Rückgang der Energiepreise die Realeinkommen erhöhte und trotz sinkender Verbraucherpreise ein Konjunkturaufschwung begann.

Zurzeit wird häufig vorgebracht, die starke Ausweitung der Produktion in China für den Weltmarkt Sorge für ein deflationäres Potential, da es zu Preiskämpfen komme und die Gewinnmargen von Produzenten in anderen Ländern reduziert würden (Xie 2002). Tatsächlich hat sich der Anteil Chinas an den Weltexporten in den vergangenen 25 Jahren auf 4,4 Prozent (2001) vervierfacht. Eine solche Entwicklung ist aber nicht außergewöhnlich. Ähnlich stark stiegen auch die Exporte Japans zwischen 1955 und 1985 und die der asiatischen Schwellenländer zwischen 1965 und 1995, ohne dass dies zu einer weltweiten Deflation geführt hätte. Die Möglichkeit, die heimische Nachfrage durch billigere Importe zu decken, wirkt wohlfahrtssteigernd, da sich die Terms of Trade verbessern.<sup>5</sup> Deflationären Impulsen von den Importpreisen wirkt entgegen, dass die Nachfrage nach nichthandelbaren Gütern und die Preiserhöhungsspielräume in diesem Sektor steigen, weil sich die Kaufkraft der Konsumenten erhöht. Im übrigen wird die Preisentwicklung in den Industrieländern zumindest auf mittlere Sicht von deren Notenbanken bestimmt, die prinzipiell in der Lage sind, den Kurs der Geldpolitik so auszurichten, dass ein Sinken des Preisniveaus zu verhindern bzw. ein gesetztes Inflationsziel erreicht wird.

Beruhet der Rückgang der Preise hingegen auf einer Nachfrageschwäche, bleiben die Realzinsen infolge der Nullzins-Problematik möglicherweise unangemessen hoch. Hinzu kommt,

---

<sup>5</sup> Die Terms of Trade können sich auch im Exportland verbessern, wenn die Handelsausweitung mit einer stärkeren Ausnutzung der komparativen Kostenvorteile verbunden ist.

dass Verbraucher und Investoren dazu neigen, Käufe in Erwartung weiter fallender Preise aufzuschieben, wodurch die Nachfrageschwäche vertieft wird. So belastet die Deflation die Einkommensperspektiven von Unternehmen und Verbrauchern. Die reale Last der in der wirtschaftlichen Expansionsphase aufgebauten Verschuldung steigt und zunehmende Kreditausfälle können schließlich das Finanzsystem ins Wanken bringen.<sup>6</sup> Eine wesentliche Rolle spielen in diesem Zusammenhang die Preise für Vermögenstitel, insbesondere für Aktien und für Immobilien, da sie in großem Umfang als Sicherheit für Kredite dienen. Preiseinbrüche auf diesen Märkten können die gesamtwirtschaftliche Nachfrage empfindlich dämpfen, wenn Unternehmen gezwungen sind, ihre Investitionen zurückzufahren oder sogar bankrott gehen und Verbraucher ihren Vermögensbestand durch vermehrtes Sparen wieder erhöhen wollen.

### **Wie groß ist das Risiko einer deflationären Entwicklung?**

Die Befürchtung, nach Japan könnten auch die Vereinigten Staaten und Europa in eine Deflation geraten, nährt sich auch aus Parallelen in der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung Japans zu Beginn der neunziger Jahre und der der Vereinigten Staaten sowie Eurolands in den vergangenen Jahren.

Tatsächlich sind einige Ähnlichkeiten von Konjunkturverlauf und Preisentwicklung in Japan von 1990 bis 1993 und in den Vereinigten Staaten bzw. in Euroland von 1999 bis 2002 zu verzeichnen (Abbildung 6). Jeweils war dem Konjunkturrückgang ein ausgeprägter Boom vorausgegangen, und die Wende war überall begleitet von einem starken Fall der Aktienkurse. Der Anstieg der Verbraucherpreise schwächte sich in allen drei Ländern in der Tendenz ab, wenngleich in unterschiedlichem Ausmaß. Das nominale Bruttoinlandsprodukt stieg in allen Ländern deutlich verlangsamt, auch wenn die Abflachung im Euroraum und in den Vereinigten Staaten in den vergangenen zwei Jahren nicht so stark ausfiel wie in Japan Anfang der neunziger Jahre.

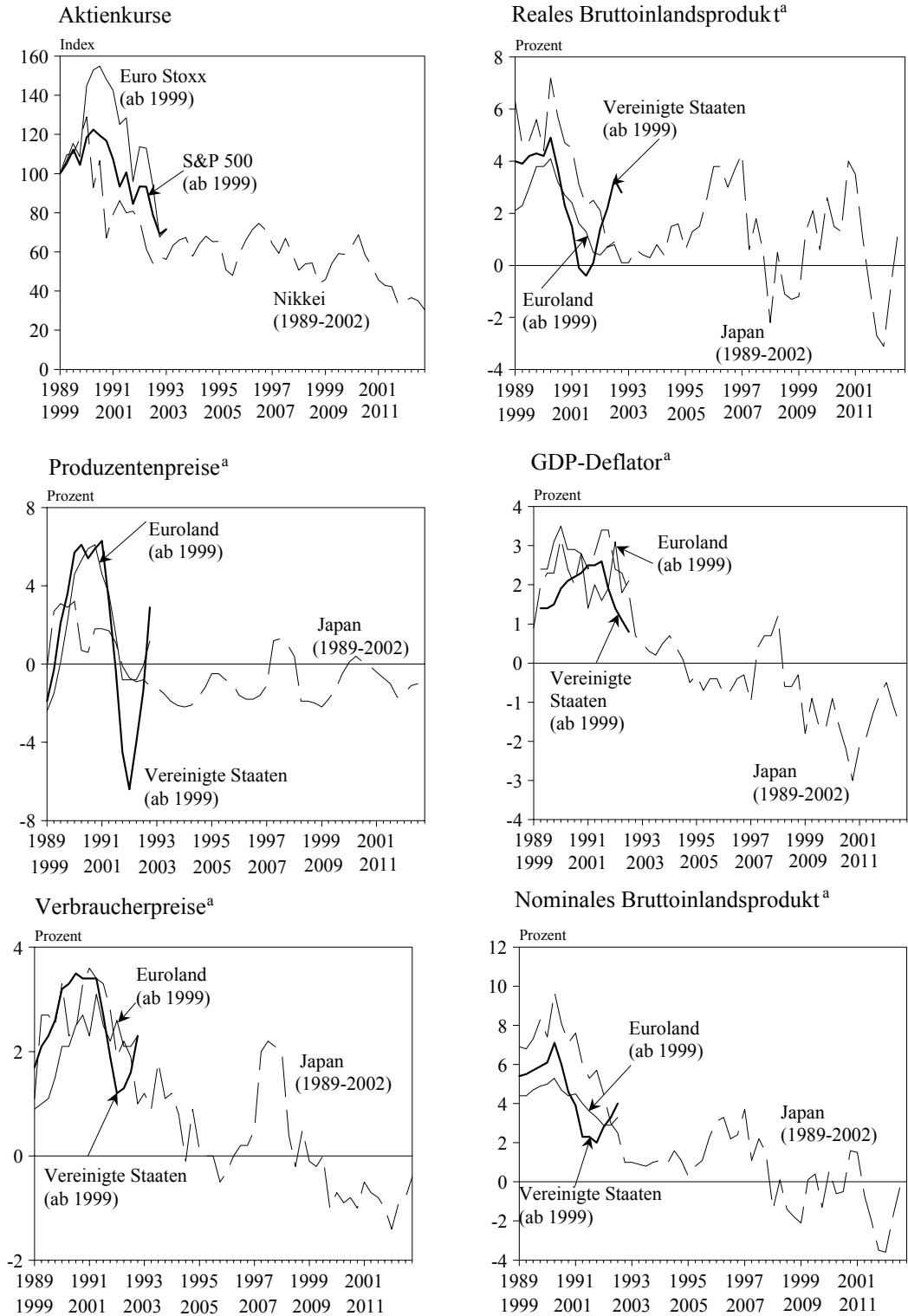
Doch es gibt auch auffällige Unterschiede: So fiel die wirtschaftliche Schwächephase in den Vereinigten Staaten sehr kurz aus; hier stellte sich bereits im vergangenen Jahr eine spürbare Belebung ein. Euroland unterscheidet sich von Japan und den Vereinigten Staaten dadurch,

---

<sup>6</sup> Der Gedanke, dass die Verbindung von Schuldenaufbau im Boom und deflationären Tendenzen im Abschwung zu einer Zuspitzung finanzieller Probleme führt und die Rezession verschärft, wurde von Fisher (1933) als *Theory of Debt Deflation* in die wirtschaftswissenschaftliche Literatur eingeführt. Zu einer Übersicht über neuere Entwicklungen in diesem Ansatz vgl. DiMartino (1999).

Abbildung 6:

Wichtige Indikatoren zur Preisentwicklung in den Vereinigten Staaten und Euroland ab 1999 sowie in Japan 1989–2002



<sup>a</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: OECD (2003); Eurostat (2003); eigene Berechnungen.

dass die Inflation nur sehr langsam zurückging; der Anstieg des Deflators des Bruttoinlandsprodukts hat sich sogar noch gar nicht nennenswert vermindert. Ein weiterer wichtiger Unterschied ist, dass sich der Rückgang von Vermögenswerten in den Vereinigten Staaten und in den meisten Ländern Europas auf Aktien beschränkt, während die Immobilienpreise nach wie vor aufwärts gerichtet sind.<sup>7</sup> Alles in allem legt der Vergleich der gesamtwirtschaftlichen Tendenzen in jüngerer Zeit mit denen in Japan am Beginn der neunziger Jahre weder für die Vereinigten Staaten noch für Euroland nahe, dass ein Abrutschen in die Deflation droht.<sup>8</sup> Auch sind die Erwartungen an den Finanzmärkten nicht auf Deflation gerichtet; die Bewertung indexierter Schuldtitel deutet sowohl für die Vereinigten Staaten als auch für Euroland auf langfristige Inflationserwartungen in der Größenordnung von 1,5 bis 2 Prozent hin.

### **Wie sollte sich die Politik verhalten?**

Grundsätzlich ist die Geldpolitik in der Lage, ein Sinken des Preisniveaus zu verhindern. Um eine Deflation sicher vermeiden zu können ist allerdings eine korrekte Einschätzung der Konjunkturentwicklung notwendig. Konjunkturprognosen sind jedoch mit erheblicher Unsicherheit behaftet, insbesondere wenn Schocks – wie beispielsweise eine starke Veränderung der Vermögenswerte – auftreten. So waren der Konjunktуреinbruch und auch die Deflation nach dem Platzen des „Asset Bubble“ in Japan nicht vorhergesehen worden. Zieht man die seinerzeit herrschenden Erwartungen bezüglich der Inflation und des Output Gaps in Japan heran, so kommt man in einem vorausschauenden Taylor-Regel-Ansatz zu der Bewertung, dass die Politik der Bank von Japan in der ersten Hälfte der neunziger Jahre angemessen war. Rückblickend war sie aber zu straff; denn werden in der Taylor-Regel die tatsächlichen Realisationen von Inflation und Output Gap berücksichtigt, so zeigt sich, dass die Zinsen nicht rasch genug gesenkt wurden.<sup>9</sup> Simulationen mit dem makroökonomischen Weltmodell der Federal Reserve ergeben, dass mit einer frühzeitigen entschlossenen Lockerung – angenommen wurde eine zusätzliche Zinssenkung um 200 Basispunkte – das Abrutschen in die Deflation hätte vermieden werden können (Ahearne et al. 2002). Dies legt den Schluss nahe, dass in einer Situation, in der die Zinsen bereits niedrig sind und das Risiko einer Deflation nennenswert ist, die Geldpolitik stärker stimulierend ausgerichtet werden sollte, als es herkömmliche geldpolitische Regeln unter Verwendung von zentralen Prognosen nahe legen würden.

---

<sup>7</sup> Eine wichtige Ausnahme ist Deutschland, wo das Immobilienpreisniveau bereits seit Mitte der neunziger Jahre fällt (Europäische Kommission 2002: 23).

<sup>8</sup> Zur Wahrscheinlichkeit einer deflationären Entwicklung in Deutschland vgl. Benner et al. (2003).

<sup>9</sup> Zu dem selben Schluss kommen in einem anderen Ansatz Bernanke und Gertler (1999)



Für einen gemessen am Taylor-Zins niedrigen Geldmarktzinssatz sprechen neuere theoretische Ansätze, nach denen der gleichgewichtige Realzins sich auch kurzfristig in Reaktion auf reale Schocks verändert.<sup>10</sup> Gegenwärtig ist der gleichgewichtige Realzins wohl vergleichsweise niedrig, weil der Ölpreis gestiegen ist und die Investoren und Konsumenten nicht zuletzt wegen des Irak-Konflikts verunsichert sind. Die langfristigen Zinsen sind gesunken, und die Einkommens- und Gewinnerwartungen gedrückt, was sich auch in den stark gesunkenen Aktienkursen widerspiegelt.

Zurzeit sind die Zinsen in den Vereinigten Staaten und in Euroland niedriger, als sich aus Berechnungen mit den herrschenden Inflationserwartungen ergibt.<sup>11</sup> Dies erscheint – vor dem Hintergrund der genannten Argumente angemessen – in der gegenwärtigen Situation, in der aus dem Aktienkursrückgang erhebliche Belastungen resultieren und der konjunkturelle Aufschwung noch nicht gefestigt ist.

Allerdings kann die Geldpolitik in einer Situation niedriger Inflation nicht jegliches Deflationsrisiko ausschalten, ohne neuerliche Inflationserwartungen aufkeimen zu lassen. Niedrige Zinsen bergen insbesondere auch das Risiko, dass sich ein Immobilienboom verlängert und es zu einer Blase auf diesem Markt kommt. Damit würde die Voraussetzung für einen neuen Boom-und-Bust-Zyklus geschaffen werden und das Ziel einer Verstetigung der wirtschaftlichen Entwicklung konterkariert. Wichtig ist in diesem Zusammenhang, dass die Notenbanken auch in dem Fall, in dem sie zu vorsichtig agierten und eine Deflation einträte, nicht machtlos sind. Vielmehr kann die Zentralbankgeldmenge prinzipiell unbegrenzt durch Offenmarktgeschäfte erhöht und so Liquidität in die Wirtschaft gepumpt werden. Das Beispiel Japan zeigt freilich, dass Probleme bei der Finanzintermediation infolge eines überschuldeten Bankenapparats die Wirkung der Geldpolitik gravierend behindern. Es ist deshalb entscheidend, dass die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems erhalten bleibt und gegebenenfalls zügig eine durchgreifende Sanierung erfolgt.

---

<sup>10</sup> Für eine Diskussion der theoretischen Argumente und ihrer Implikationen für die Geldpolitik der EZB vgl. Gern et al. (2003).

<sup>11</sup> Vgl. z.B. für Euroland Gern et al. (2003).

## Literaturverzeichnis

- Ahearne, A., J. Gagnon, J. Haltmaier und S. Kamin (2002). Preventing deflation: Lessons from Japan's experiences in the 1990s. Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Papers 729. Washington, D.C.
- Bank of England (2003). *Inflation Report*. Februar. London.
- Benner, J., D. Borbély, K.-J. Gern, C. Kamps, A. Kuhn, B. Sander und J. Scheide (2002a). Stockende Erholung der Weltkonjunktur. *Die Weltwirtschaft* (3): 201–227.
- Benner, J., D. Borbély, A. Boss, A. Kuhn, C.-P. Meier, J. Scheide und R. Schmidt (2002b). Deutschland: Aufschwung lässt auf sich warten. *Die Weltwirtschaft* (3): 228–254.
- Benner, J., D. Borbély, K.-J. Gern, C. Kamps, A. Kuhn, B. Sander und J. Scheide (2003). Deutschland: Stagnation hält vorerst an. *Die Weltwirtschaft* (1), in Vorbereitung.
- Bernanke, B.S., und M. Gertler (1999). Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. *Journal of Economic Perspectives* 9 (Fall): 27–48.
- Berner, R., und S. Patel (2003). The Metrics of Uncertainty. Online-Quelle (Zugriff am 5. März 2003): <http://www.MorganStanley.com/GEFdata/digests/20030221-fri.html>
- Bosworth, B. (2002). Reflections on the Deflation Threat. *The Milken Institute Review* (First quarter): 48–53.
- Cecchetti, S.G., und E.L. Groshen (2000). Understanding Inflation: Implications for Monetary Policy. Working Paper 7482. National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.
- Congressional Budget Office (2003). *Budget and Economic Information*. Online-Quelle (Zugriff am 5. März 2003): <http://www.cbo.gov>
- DiMartino, P. (1999). A Re-Discovered Approach: Irving Fisher's Debt Deflation Theory. *History of Economic Ideas* 7 (3): 193–207.
- Europäische Kommission (2002). *European Economy No. 5. Autumn*. Brüssel.
- Eurostat (2003). Volkswirtschaftliches Gesamtrechnungen. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2003). *Monatsbericht*. Februar. Frankfurt am Main.
- Federal Reserve Bank of St. Louis (2003). Federal Reserve Economic Database. Online-Quelle (Zugriff am 5. März 2003): <http://research.stlouisfed.org/fred/>
- Fisher, I. (1933). The Debt Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica* 1 (3): 337–357.
- Gern, K.-J., C. Kamps und J. Scheide (2003). Euroland: Erholung gewinnt allmählich an Fahrt. *Die Weltwirtschaft* (1), in Vorbereitung.
- Goodfriend, M. (2001). Financial Stability, Deflation, and Monetary Policy. *Monetary and Economic Studies* 19 (Special Edition, February): 143–167.
- IMF (International Monetary Fund) (2003). *International Financial Statistics*. Februar. Washington, D.C.

- Leach, G. (2003). War and the World Economy. Institute of Directors Economic Paper. Januar. London.
- Nordhaus, W.D. (2002). The Economic Consequences of War. In C. Kaysen, S.E. Milder, M.B. Malin, W.D. Nordhaus und J.D. Steinbrunner, *War with Iraq. Costs, Consequences and Alternatives*. American Academy of Arts and Sciences, Cambridge, Mass.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2003). *Main Economic Indicators*. Februar. Paris
- U.S. Department of Commerce (2003). National Income and Product Accounts Tables. Online-Quelle (Zugriff am 5. März 2003): <http://www.bea.doc.gov/bea/dn/nipaweb/NIPATableIndex.htm>
- Xie, A. (2002). Cyclical vs. Secular Deflation. Online-Quelle (Zugriff am 5. März 2003): <http://www.MorganStanley.com/GEFdata/digests/20021011-fri.html>