

Benner, Joachim et al.

**Article — Digitized Version**

## Industrielländer: Aufschwung setzt sich durch

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) : Industrieländer: Aufschwung setzt sich durch, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 4, pp. 323-349

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/3124>

**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 4

Vierteljahresschrift des Instituts für Weltwirtschaft  
an der Universität Kiel

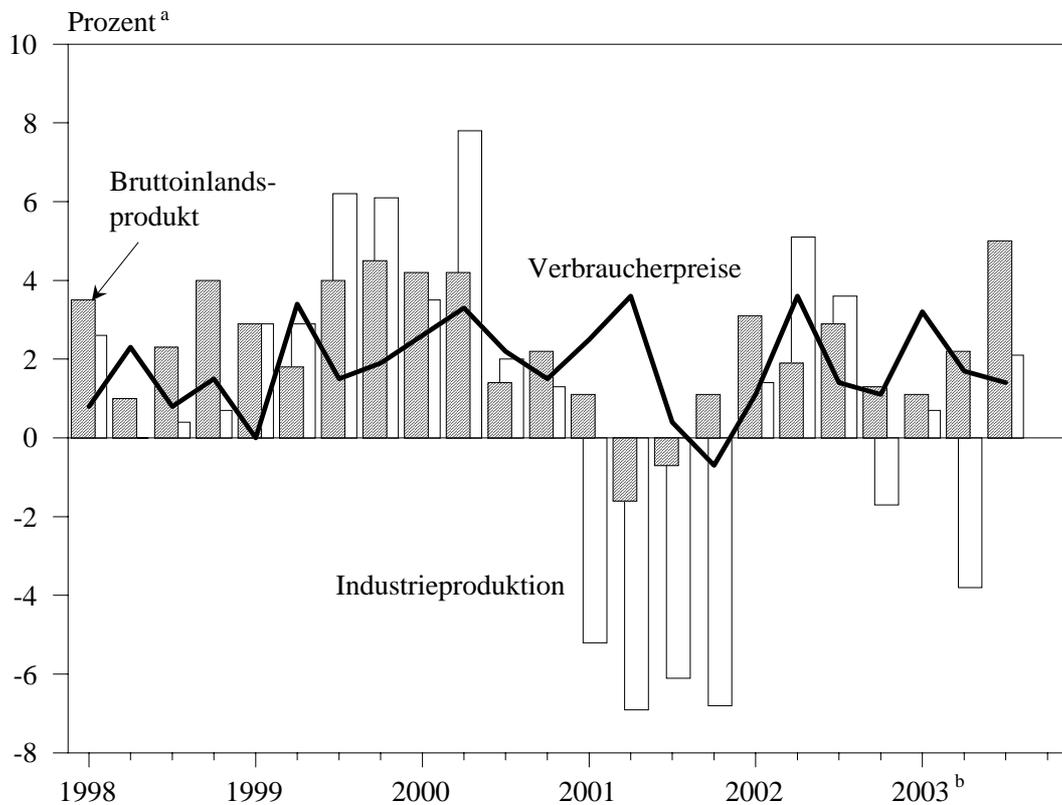
### **Industrieländer: Aufschwung setzt sich durch**

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

Im Verlauf des Jahres 2003 hat die Konjunktur in den Industrieländern deutlich Fahrt aufgenommen. Nach einer nur schwachen Zunahme in den ersten Monaten des Jahres belebte sich die wirtschaftliche Aktivität im Sommerhalbjahr zusehends (Abbildung 1). Im dritten Quartal stieg das reale Bruttoinlandsprodukt in den G7-Ländern mit einer Rate von 5 Prozent sogar ausgesprochen kräftig. Ausschlaggebend hierfür war das hohe Tempo des Produktionsanstiegs in den Vereinigten Staaten, wo es nicht zuletzt infolge neuerlicher Steuererleichterungen zu einem Nachfrageschub kam. Auch im Vereinigten Königreich beschleunigte sich die Konjunktur im Sommerhalbjahr deutlich. In Japan wurde die Produktion während des gesamten Jahres zügig ausgeweitet, wobei die Impulse anders als im vergangenen Jahr wesentlich von der Inlandsnachfrage ausgingen. Konjunktureller Nachzügler ist der Euroraum. Hier stagnierte die Wirtschaft in der gesamten ersten Jahreshälfte, und obwohl zuletzt ebenfalls eine Belebung zu verzeichnen war, ging die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung weiter zurück.

Die Auftriebskräfte in den Industrieländern setzten sich nach dem Ende des Irak-Krieges wieder durch, obwohl der Ölpreis nur wenig sank und auch die weltpolitische Unsicherheit hoch blieb. An den Aktienbörsen kam es zu einer markanten Kurserholung, so dass sich die zuvor erlittenen Vermögensverluste deutlich reduzierten. Die Gewinne der Unternehmen besserten sich zusehends, nicht zuletzt infolge ausgeprägter Bemühungen, die Kosten zu senken, und die Konsolidierung der Finanzen im Unternehmenssektor machte Fortschritte. So entfaltete die sehr expansiv ausgerichtete Geldpolitik, die in der ersten Jahreshälfte sogar nochmals gelockert worden war, zunehmend ihre Wirkungen. Vor diesem Hintergrund wurde die langanhaltende Investitionsschwäche in den Vereinigten Staaten und in Japan überwunden. Die

Abbildung 1: Reales Bruttoinlandsprodukt, Industrieproduktion und Verbraucherpreise in den G7-Ländern 1998–2003

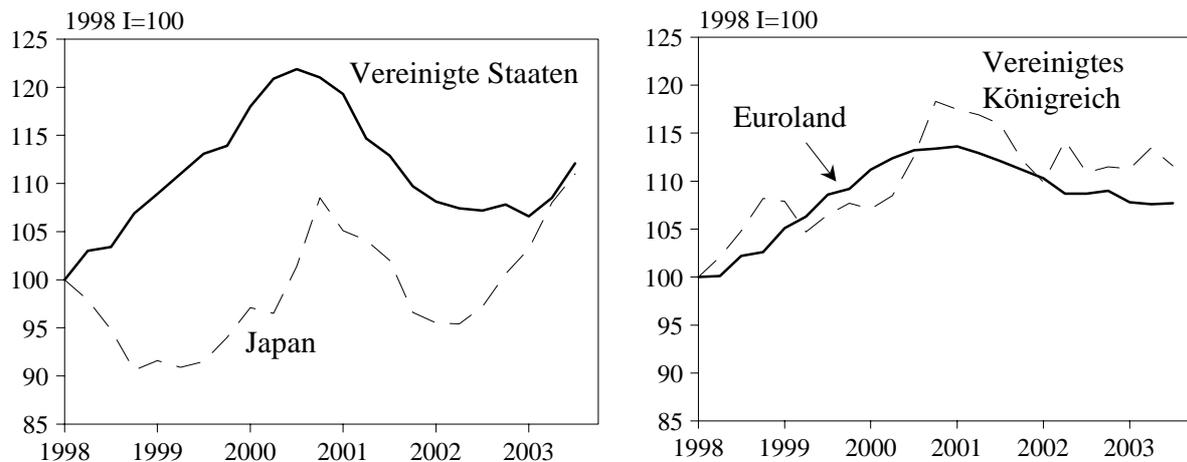


<sup>a</sup>Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate. – <sup>b</sup>Teilweise geschätzt.

Quelle: OECD (2003a).

Unternehmensinvestitionen zogen in diesen Ländern sogar kräftig an (Abbildung 2). In Europa dagegen hielten sich die Investoren bis zuletzt zurück. Zu den Impulsen von der Geldpolitik kamen in den Vereinigten Staaten, aber auch im Vereinigten Königreich, erhebliche Anregungen von der Finanzpolitik. Gefördert wurde die Erholung in den Industrieländern schließlich durch die hohe wirtschaftliche Dynamik in den asiatischen Schwellenländern; insbesondere in China wurden die Importe massiv ausgeweitet.

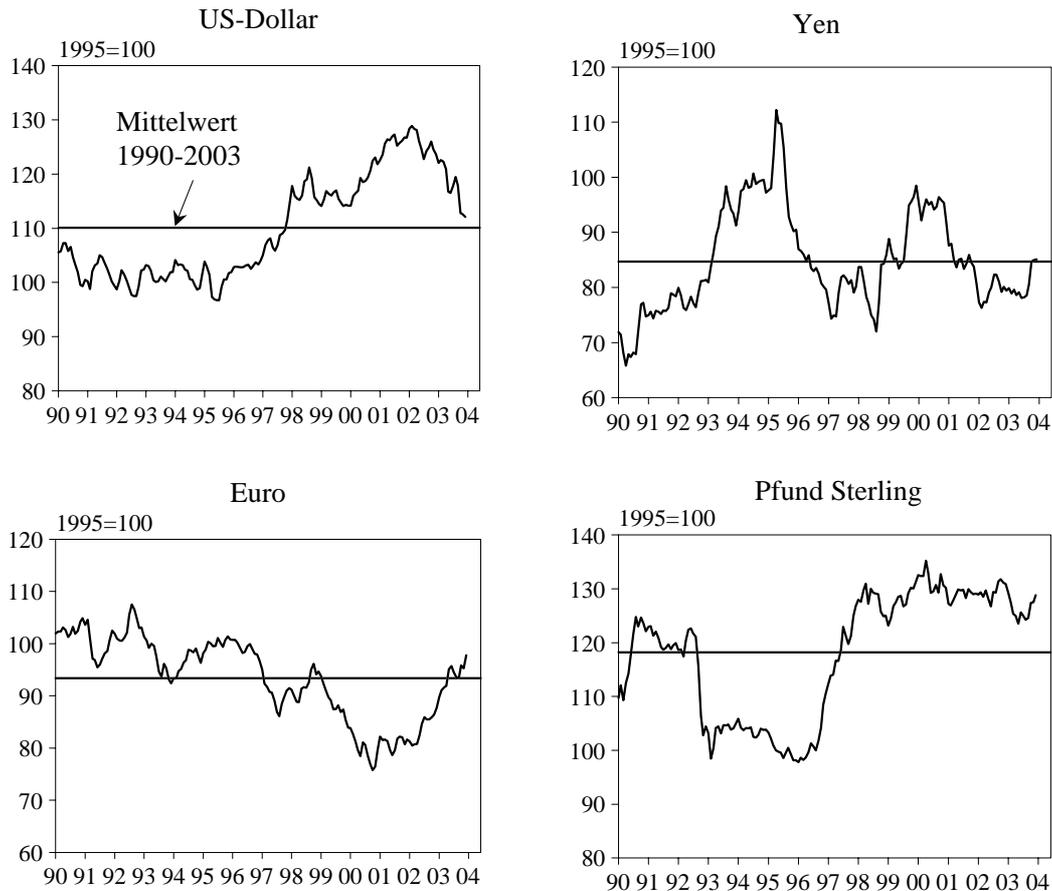
Die deutliche Erholung der Produktion in den Industrieländern hat bislang noch nicht zu einer Besserung am Arbeitsmarkt geführt. Die Arbeitslosigkeit sank in den Vereinigten Staaten und in Japan nur geringfügig, im Euroraum verharrte sie bei der dort weiter schwachen Konjunktur auf hohem Niveau. Die Inflation in den Industrieländern blieb gering. Anders als im Frühjahr, als Befürchtungen dominierten, auch in den Vereinigten Staaten oder in Euroland könne es zu einer Deflation wie in Japan kommen, richtet sich das Augenmerk der Zentralbanken nun wieder stärker darauf, ob Inflationserwartungen aufkeimen. Die Bank von England hat ihren Leitzins bereits leicht angehoben.

Abbildung 2: Unternehmensinvestitionen<sup>a</sup> in großen Industrieländern 1998–2003

<sup>a</sup>Real, saisonbereinigt.

Quelle: US Department of Commerce (2003a); Cabinet Office (2003); Eurostat (2003); Office for National Statistics (2003); eigene Berechnungen.

Die Wechselkurse der wichtigsten Weltwährungen haben sich im Jahresverlauf deutlich verändert – eine Entwicklung, die nach dem Treffen der G8 im September noch an Dynamik gewann. Hatte sich die Abwertung des US-Dollars in der ersten Jahreshälfte vor allem gegenüber dem Euro vollzogen, so verlor die amerikanische Währung im Herbst auch gegenüber dem Yen deutlich an Wert. Real und effektiv beträgt die Abwertung des US-Dollar seit Jahresbeginn rund 10 Prozent. Demgegenüber wertete der Euro, und zuletzt auch der Yen, deutlich auf (Abbildung 3). Bislang ist es nicht zu den befürchteten Turbulenzen an den Devisenmärkten gekommen; vielmehr verlief die Abwertung des Dollar trotz der inzwischen erreichten beträchtlichen Größenordnung weitgehend reibungslos. Wichtig ist überdies, dass gegenwärtig weder der US-Dollar ungewöhnlich niedrig noch Euro oder Yen ungewöhnlich hoch bewertet sind, wird der langjährige Durchschnitt zum Maßstab genommen. Vielmehr handelt es sich bislang weitgehend um die Korrektur einer sehr hohen Bewertung des US-Dollar bzw. einer sehr niedrigen Bewertung des Euro und des Yen. Aus weltwirtschaftlicher Sicht ist eine solche Verschiebung der Währungsrelationen zu begrüßen, da sie auf eine Verringerung des hohen amerikanischen Leistungsbilanzdefizits hinwirkt – es wird in diesem Jahr mehr als 5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt erreichen. Allerdings wird die Konjunktur in den Aufwertungsländern tendenziell gedämpft. Dies war bislang insbesondere in Euroland sichtbar, wo sich die Konjunkturschwäche der ersten Jahreshälfte nicht zuletzt durch eine Abnahme des Außenbeitrages erklärte. Für die Prognose ist angenommen, dass die Wechselkurse in etwa auf dem Anfang Dezember erreichten Niveau verbleiben.

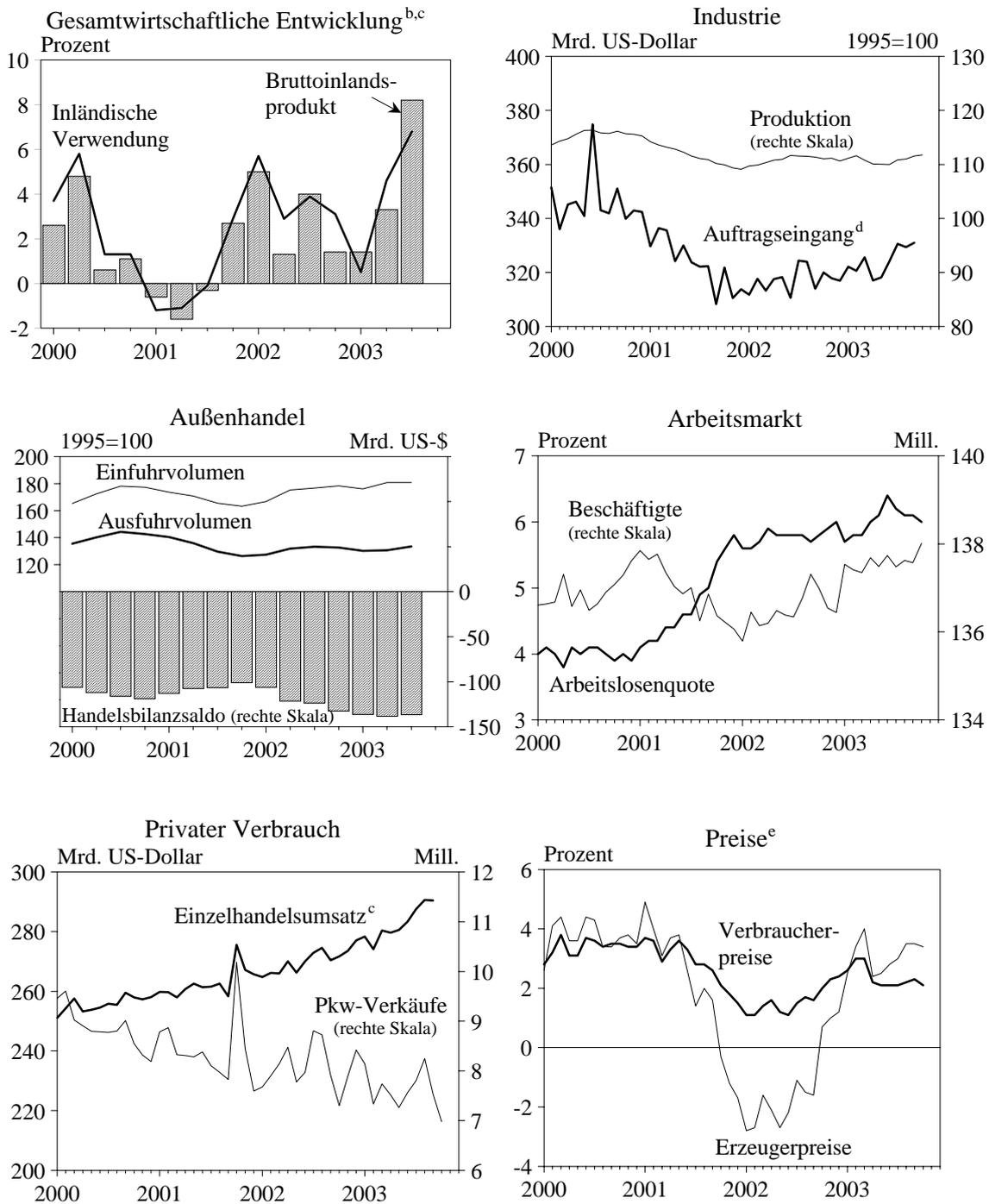
Abbildung 3: Realer effektiver Wechselkurs<sup>a</sup> der wichtigsten Weltwährungen 1990–2004

<sup>a</sup>Auf Basis der Verbraucherpreise. Ab Oktober 2003: Eigene Schätzung; Dezemberwert auf Basis der Wechselkurse am 2. Dezember 2003.

Quelle: OECD (2003a); eigene Berechnungen.

In den Vereinigten Staaten hat sich die konjunkturelle Expansion im Verlauf des Jahres 2003 deutlich beschleunigt. Im dritten Quartal nahm das reale Bruttoinlandsprodukt mit einer laufenden Jahresrate von 8,2 Prozent zu (Abbildung 4). Ein derartig starker Anstieg konnte selbst während des IT-Booms gegen Ende der neunziger Jahre nicht verzeichnet werden. Zurückzuführen ist der Nachfrageschub im Wesentlichen auf Steuererleichterungen, von denen insbesondere der private Konsum angeregt wurde. Die privaten Haushalte profitierten zudem vom niedrigen Zinsniveau; dadurch kam es auch zu einem deutlichen Anstieg im Wohnungsbau. Die Unternehmensinvestitionen legten im Sommerhalbjahr nicht zuletzt aufgrund der günstigen Ertragssituation kräftig zu. Der zu Jahresbeginn vorherrschende Attentismus wurde rasch überwunden, wozu auch günstigere Abschreibungsregeln beigetragen haben dürften. Aufgrund der überraschend starken Endnachfrage wurden Lagerbestände abgebaut. Die Exporte profitierten vom niedrigen Kurs des US-Dollar; zuletzt stiegen sie deutlich stärker als die Importe, so dass sich der reale Außenbeitrag erhöhte. Die Inflationsrate (Vorjahresvergleich) ist seit Jahresbeginn etwas zurückgegangen. Im Oktober belief sie sich auf 2,1 Prozent; die Kerninflationsrate betrug sogar nur 1,3 Prozent.

Abbildung 4: Indikatoren<sup>a</sup> zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2000–2003

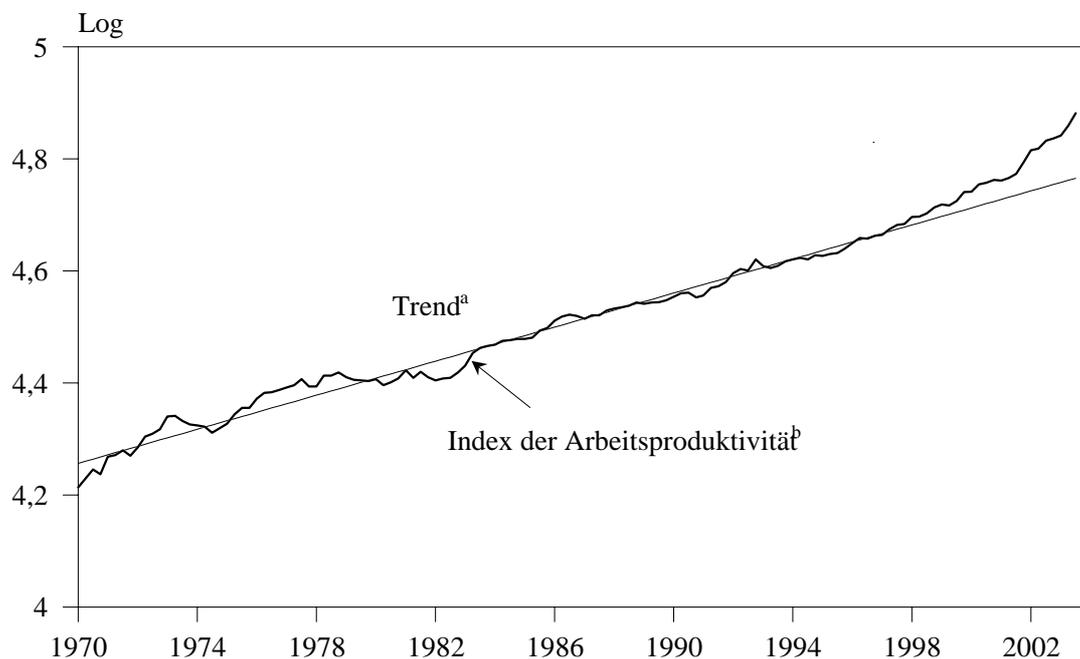


<sup>a</sup>Saisonbereinigt. – <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate. – <sup>c</sup>Real. – <sup>d</sup>Nominal. – <sup>e</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: OECD (2003a); Federal Reserve Bank of St. Louis (2003); US Department of Commerce (2003b).

Trotz der Beschleunigung der Konjunktur erholt sich der Arbeitsmarkt zunächst nicht; vielmehr erhöhte sich die Arbeitslosenquote bis zum Sommer deutlich, und die Beschäftigtenzahl nahm über weite Teile des Jahres ab. Zuletzt hat sich die Situation allerdings etwas gebessert: Die Beschäftigtenzahl stieg im Herbst, und die Arbeitslosenquote ging im November auf 5,9 Prozent zurück. Die insgesamt schwache Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt ist Kehrseite des rasanten Anstiegs der Arbeitsproduktivität (Abbildung 5). Zwar ist er zum Teil konjunkturell bedingt. Typischerweise erfolgt in der Frühphase eines Aufschwungs die Ausweitung der Produktion noch ohne zusätzliche Arbeitskräfte. Aber ein erheblicher Teil der in den Vereinigten Staaten zu verzeichnenden Produktivitätsbeschleunigung scheint struktureller Natur zu sein. Damit hat sich die Wachstumsrate des Produktionspotentials nachhaltig erhöht. Es bedeutet auf der anderen Seite, dass die Beschäftigung bei einem gegebenen Anstieg der Produktion in geringerem Maße zunimmt, als dies früher der Fall gewesen wäre. Mit anderen Worten: Die Beschäftigungsschwelle ist gestiegen. Gleichwohl teilen wir nicht die vielfach geäußerte Befürchtung, der konjunkturelle Aufschwung könnte am Arbeitsmarkt vorübergehen. Vielmehr wird sich der Arbeitsmarkt allmählich beleben, wenngleich die Zunahme der Beschäftigung im Vergleich zu früheren Expansionsphasen verhalten ausfallen dürfte.

Abbildung 5: Arbeitsproduktivität in den Vereinigten Staaten 1970–2002



<sup>a</sup>Berechnet als linearer Trend von 1970 I–2000 IV. – <sup>b</sup>Produktion im privaten Sektor (ohne Landwirtschaft) pro Erwerbstätigenstunde.

Quelle: US Department of Labor (2003); eigene Berechnungen.

## **Expansive Wirtschaftspolitik treibt Konjunktur in den Vereinigten Staaten**

Die monetären Rahmenbedingungen haben sich weiter verbessert. Die Federal Funds Rate, die im Juni nochmals gesenkt worden war, blieb in der zweiten Jahreshälfte unverändert bei 1 Prozent. Hinzu kam die Abwertung des US-Dollar. Der Anstieg der Aktienkurse verbesserte zudem die Finanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen. Hingegen stiegen die langfristigen Kapitalmarktzinsen im Sommer merklich. Ursache war, dass die Konjunkturaussichten besser wurden und sich die Deflationsgefahr verflüchtigte. Auf höhere Zinsen wirkte aber auch der drastische Anstieg des Budgetdefizits hin. Zuletzt verharrte die Rendite für 10-jährige Staatsanleihen auf einem Niveau von gut 4 Prozent. Dass die Zinsen noch nicht stärker angezogen haben, dürfte nicht zuletzt darauf zurückzuführen sein, dass die Fed ankündigte, die Zinsen vorerst niedrig zu halten. Im kommenden Jahr wird sie auf die kräftige Konjunkturerholung reagieren, zumal der Preisauftrieb allmählich zunehmen dürfte. Wir erwarten, dass die Federal Funds Rate ab dem Frühsommer angehoben wird. Am Jahresende 2004 dürfte sie bei 2 ¼ Prozent liegen.

Die Fiskalpolitik hielt im Jahr 2003 an ihrem stark expansiven Kurs fest. Belastet wurde der Staatshaushalt insbesondere durch Steuersenkungen und die immensen Kosten des Engagements im Irak. Da die Steuern im kommenden Jahr weiter reduziert werden und die Ausgaben für Sicherheit und Verteidigung hoch bleiben dürften, rechnen wir damit, dass das Budgetdefizit 2004 abermals steigen wird: Einschließlich der Überschüsse in der Sozialversicherung dürfte es in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt 4,5 Prozent betragen, nach 3,7 Prozent in diesem Jahr (Tabelle 1).

Bei diesen Rahmenbedingungen wird sich der Konjunkturaufschwung im Prognosezeitraum fortsetzen. Dafür spricht, dass sich das Geschäftsklima sowie das Verbrauchervertrauen stark aufgehellt haben. Zudem hat sich die Auftragslage in der Industrie merklich verbessert. Zwar wird sich der Anstieg des privaten Verbrauchs zum Jahresende 2003 nach der starken Zunahme im dritten Quartal abschwächen. Im kommenden Jahr dürften die Verbrauchsausgaben aber, erneut getrieben von steuerlichen Entlastungen, bis in die Jahresmitte hinein wieder kräftig ausgeweitet werden. Mit Abklingen der finanzpolitischen Impulse und allmählich anziehenden Zinsen wird der Konsum danach allmählich an Schwung verlieren. Aufgrund der verbesserten Gewinnsituation und günstigerer Absatz- und Ertragsaussichten werden die Unternehmensinvestitionen zügig ausgeweitet, zumal sich die Kapazitätsauslastung weiter erhöht. Angeregt wird die Produktion überdies durch das Bemühen der Unternehmen, die Läger aufzustocken, die derzeit auf sehr niedrigem Niveau sind. Die Exporte werden im Zuge der

Tabelle 1: Eckdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung in den Vereinigten Staaten 2001–2004 (Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in Prozent)

	2001	2002	2003 <sup>a</sup>	2004 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	0,3	2,4	3,1	4,1
Privater Verbrauch	2,5	3,1	3,1	3,3
Staatsverbrauch	3,7	4,4	3,3	3,1
Anlageinvestitionen	–3,8	–3,1	4,3	7,1
Ausrüstungen	–6,4	–1,7	5,0	9,2
Gewerbliche Bauten	–1,7	–16,4	–5,9	3,4
Wohnungsbau	0,3	3,9	8,6	4,1
Lagerinvestitionen <sup>c</sup>	–1,4	0,7	–0,1	0,4
Exporte	–5,4	–1,6	1,4	6,8
Importe	–2,9	3,7	3,6	6,9
Inlandsnachfrage <sup>b</sup>	0,4	3,1	3,3	4,3
Verbraucherpreise	2,8	1,6	2,3	2,3
Arbeitslosenquote <sup>d</sup>	4,8	5,8	6,0	5,7
Leistungsbilanzsaldo <sup>e</sup>	–3,9	–4,6	–5,2	–5,3
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo <sup>e</sup>	1,3	–1,5	–3,7	–4,5

<sup>a</sup>Prognose. – <sup>b</sup>Real. – <sup>c</sup>Veränderung in Prozent des realen Bruttoinlandsprodukts des Vorjahres. – <sup>d</sup>In Prozent der Erwerbspersonen. – <sup>e</sup>In Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

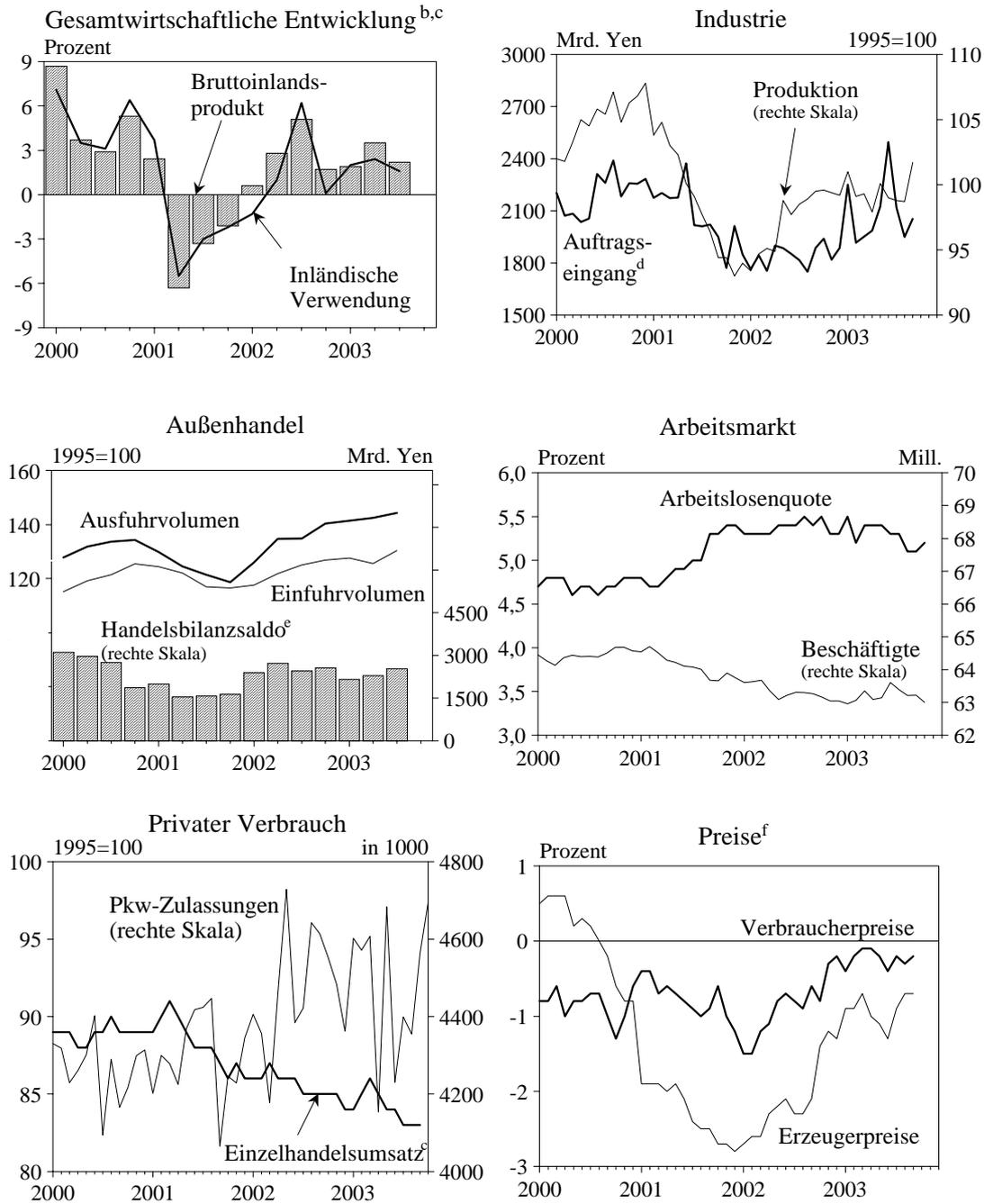
Quelle: OECD (2003a; 2003b); US Department of Commerce (2003a); eigene Berechnungen und Prognosen.

weltwirtschaftlichen Erholung und begünstigt vom niedrigen Dollarkurs beschleunigt zunehmen. Insgesamt rechnen wir mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts von 3,1 Prozent im Jahr 2003 und 4,1 Prozent im Jahr 2004. Angesichts des kräftigen Produktivitätsanstiegs dürfte die Arbeitslosenquote im Jahresdurchschnitt 2004 mit 5,7 Prozent vergleichsweise hoch bleiben. Die Inflation wird sich aufgrund etwas zunehmender Preiserhöhungsspielräume leicht beschleunigen.

## Japan weiter auf dem Pfad der Erholung

Die Erholung der japanischen Wirtschaft hat sich im gesamten Jahr 2003 fortgesetzt. Im dritten Quartal nahm das reale Bruttoinlandsprodukt mit einer laufenden Jahresrate von 2,2 Prozent zu (Abbildung 6). Hierbei kamen die wesentlichen Impulse von der Binnennachfrage. Zwar nahmen die privaten Konsumausgaben nur noch wenig zu, was wohl auch auf eine wegen des kalten Sommers ungewöhnlich geringe Nachfrage nach Saisonartikeln zurückzuführen ist. Dafür beschleunigte sich aber die zuvor schon kräftige Zunahme der Investitionen weiter. Die realen Ausrüstungsinvestitionen sind seit Jahresbeginn mit einer laufenden Jahresrate von 14 Prozent gestiegen, aber auch nominal expandierten sie trotz des starken Rückgangs des

Abbildung 6: Indikatoren<sup>a</sup> zur Konjunktur in Japan 2000–2003



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

Quelle: OECD (2003a); Cabinet Office (2003).

Deflators mit rund 5 Prozent recht deutlich. Impulse kamen darüber hinaus von der regen Konjunktur im übrigen asiatischen Raum, auf den ein wesentlicher Teil der Exportzunahme

entfiel Die Ausfuhr in die Vereinigten Staaten war dagegen angesichts der Aufwertung des Yen gegenüber dem Dollar rückläufig.

Unabhängig von Sondereffekten im dritten Quartal scheint der private Verbrauch eine Schwachstelle in der japanischen Konjunktur zu sein. Die Rahmenbedingungen sind insbesondere vonseiten des Arbeitsmarkts noch relativ ungünstig. Zwar sank die Arbeitslosenquote zuletzt leicht, doch stagniert die Zahl der Beschäftigten in der Tendenz seit geraumer Zeit. Es gibt jedoch Zeichen der Besserung. So sind die real verfügbaren Einkommen zuletzt nicht mehr gesunken, auch hat sich die Stimmung bei den Verbrauchern deutlich aufgehellt.

Die Krise im Bankensektor scheint vorerst gebannt zu sein. Die Großbanken<sup>1</sup> konnten seit langer Zeit erstmals wieder Gewinne verbuchen, und die Kurse von Bankaktien sind seit dem Frühjahr stärker gestiegen als der Gesamtmarkt. Zudem scheinen die Geschäftsbanken die von der Zentralbank reichlich zur Verfügung gestellte Liquidität nun stärker an ihre Kunden weiterzugeben. Dies zeigt sich bisher zwar noch nicht in einer kräftigeren Ausweitung der breit abgegrenzten Geldmengen, die trotz eines Anstiegs der Zentralbankgeldmenge von knapp 20 Prozent weiterhin nur mit einer Rate von weniger als 2 Prozent expandieren. Doch hat sich die Kreditverfügbarkeit offenbar verbessert (Bank of Japan 2003). Eine Abkehr von der Nullzinspolitik durch die Zentralbank im Prognosezeitraum ist nicht wahrscheinlich, zumal die Bank den angestrebten Wert für ihre geldpolitische Zielgröße, die freien Liquiditätsreserven der Geschäftsbanken, im Herbst nochmals angehoben hat.

Dämpfende Effekte kommen allerdings vonseiten des Wechselkurses. Der Yen hat nach dem Treffen der G8 im September gegenüber dem Dollar stark aufgewertet, als die japanische Regierung offenbar unter dem Druck der Vereinigten Staaten von ihrer Politik abging, dies durch Devisenmarktinterventionen zu verhindern. Allerdings werden offenbar weiterhin Interventionen vorgenommen, um den Kurs zu beeinflussen. Für den Prognosezeitraum ist unterstellt, dass der Yen seinen gegenwärtigen Wert beibehält. Alles in allem dürften die monetären Rahmenbedingungen leicht expansiv wirken.

Die Fiskalpolitik wird leicht restriktiv ausgerichtet sein. Die Staatsausgaben sind nun schon seit Ende 2002 rückläufig, und dieser Trend dürfte sich fortsetzen. Im Haushaltsentwurf für das Fiskaljahr 2004 ist vorgesehen, die diskretionären Ausgaben um 2 Prozent zu reduzieren; ausgenommen sind nur die Ausgaben zur Förderung von Wissenschaft und Technologie (Ministry of Finance Japan 2003). Auf diese Weise soll versucht werden, den öffentlichen Haushalt zu konsolidieren, ohne dabei die Wachstumskräfte zu schwächen.

---

<sup>1</sup> Mit Ausnahme von Resona, die im Juni teilverstaatlicht wurde.

Im Prognosezeitraum wird sich die konjunkturelle Erholung in Japan fortsetzen. Die Exporte dürften angesichts des weltweiten Aufschwungs kräftig zunehmen (Tabelle 2). Auch die Investitionen werden spürbar ausgeweitet werden, wenngleich mit etwas weniger Dynamik, da mittlerweile der Nachholbedarf, der in der zurückliegenden Phase der Konsolidierung der Unternehmensfinanzen entstanden war, größtenteils gedeckt ist. Der private Verbrauch wird mit allmählicher Aufhellung am Arbeitsmarkt und auslaufender Deflation wieder kräftiger zunehmen. Alles in allem wird die japanische Wirtschaft 2004 um 2 Prozent expandieren, nach 2,7 Prozent in diesem Jahr. Die Verbraucherpreise sinken kaum noch. Waren in diesem Jahr vor allem Abgabenerhöhungen dafür verantwortlich, wirkt im kommenden Jahr die fortschreitende Konjunkturerholung auf ein Ende der Deflation hin.

Tabelle 2: Eckdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung in Japan 2001–2004 (Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in Prozent)

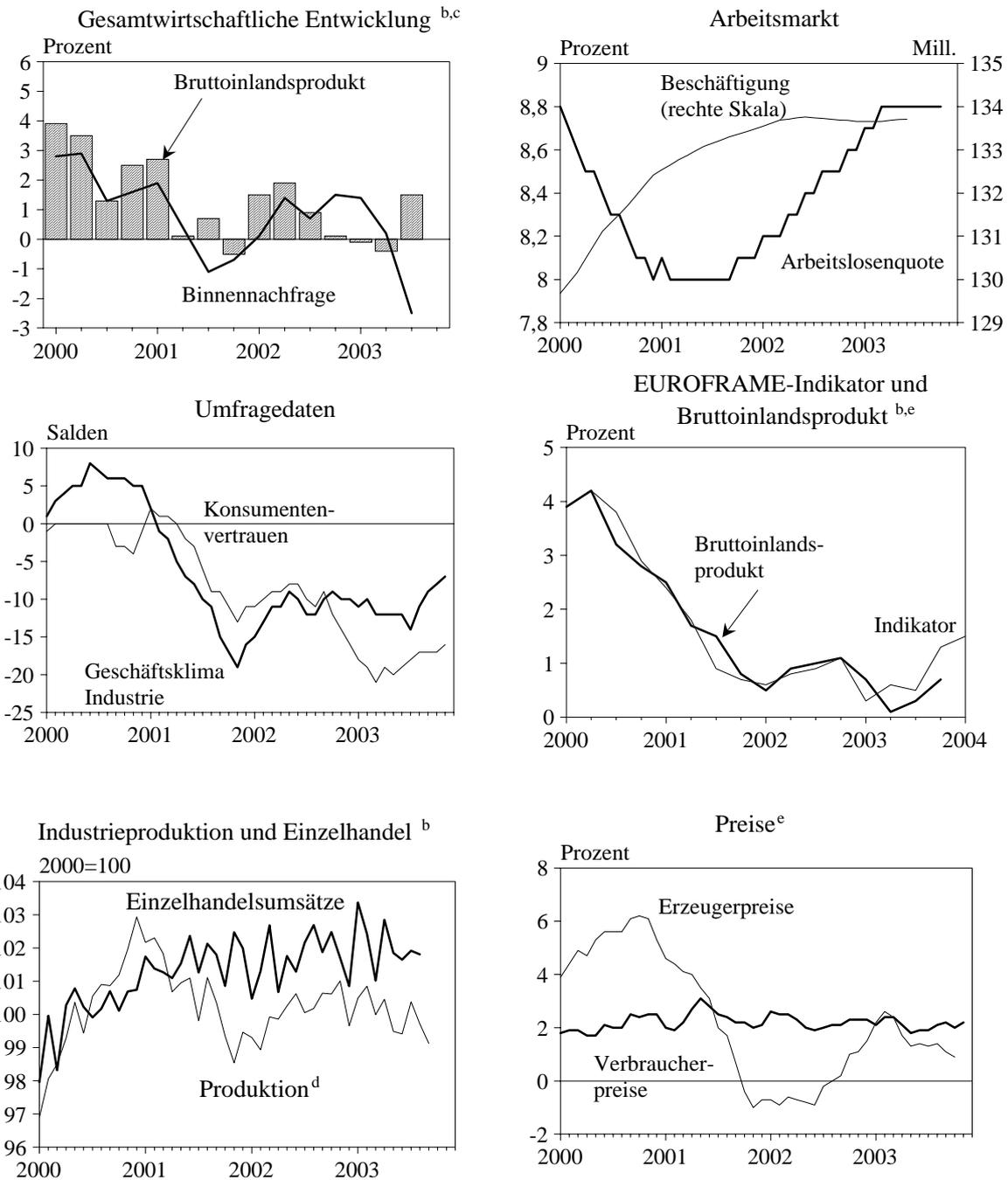
	2001	2002	2003 <sup>a</sup>	2004 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	0,4	0,1	2,7	2,0
Privater Verbrauch	1,7	1,4	0,8	0,7
Staatsverbrauch	2,6	2,3	1,0	0,9
Anlageinvestitionen	-1,2	-4,7	4,5	3,5
Unternehmensinvestitionen	1,3	-4,9	11,8	7,3
Wohnungsbau	-5,5	-4,8	-0,4	1,2
Öffentliche Investitionen	-3,6	-4,9	-11,2	-7,2
Lagerinvestitionen <sup>c</sup>	0,1	-0,4	0,3	0,1
Exporte	-6,1	8,2	8,5	7,1
Importe	0,1	2,0	4,2	4,8
Inlandsnachfrage <sup>b</sup>	1,1	-0,5	2,1	1,6
Verbraucherpreise	-0,7	-0,9	-0,2	-0,1
Arbeitslosenquote <sup>d</sup>	5,0	5,4	5,2	5,1
Leistungsbilanzsaldo <sup>e</sup>	2,1	2,8	3,3	3,5
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo <sup>e</sup>	-6,1	-7,1	-7,4	-6,7

<sup>a</sup>Prognose. – <sup>b</sup>Real. – <sup>c</sup>Veränderung in Prozent des realen Bruttoinlandsprodukts des Vorjahres. – <sup>d</sup>In Prozent der Erwerbspersonen. – <sup>e</sup>In Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Cabinet Office (2003); OECD (2003a; 2003b); eigene Berechnungen und Prognosen.

## **Euroland: Auftriebskräfte gewinnen die Oberhand**

Die Konjunktur im Euroraum hat sich nach der Jahresmitte 2003 spürbar belebt. Das reale Bruttoinlandsprodukt nahm im dritten Quartal mit einer laufenden Jahresrate 1,5 Prozent zu, nachdem es in der ersten Hälfte dieses Jahres leicht gesunken war (Abbildung 7). Maßgeblich für die Belebung der Konjunktur war der Umschwung bei den Ausfuhren, die nach der Jahresmitte in hohem Tempo expandierten. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die von Eurostat in den

Abbildung 7: Indikatoren<sup>a</sup> zur Konjunktur in Euroland 2000–2003

<sup>a</sup>Saisonbereinigt. – <sup>b</sup>Real. – <sup>c</sup>Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate in Prozent. – <sup>d</sup>Industrie ohne Baugewerbe. – <sup>e</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: EUROFRAME (2003); Eurostat (2003); EZB (2003).

volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) ausgewiesenen Daten den Handel innerhalb des Euroraums einschließen. Andere Handelsdaten, die mit jenen der VGR allerdings nur eingeschränkt vergleichbar sind, deuten darauf hin, dass im dritten Quartal sowohl der Binnenhandel als auch die Lieferungen in Länder außerhalb des Euroraums kräftig gestiegen sind.

Offenbar wurden die dämpfenden Wirkungen der Euro-Aufwertung auf die Auslandsnachfrage durch die starke wirtschaftliche Dynamik in den Ländern außerhalb des Euroraums überkompensiert. Hingegen brach die Binnennachfrage im Euroraum im dritten Quartal ein, insbesondere wurden die Läger ungewöhnlich kräftig abgebaut. Der Rückgang der Unternehmensinvestitionen verlangsamte sich etwas, während die Konsumausgaben der privaten Haushalte stagnierten. Die Lage am Arbeitsmarkt hat sich in den vergangenen Monaten stabilisiert; die Arbeitslosenquote verharrt seit März bei 8,8 Prozent.

Die Europäische Zentralbank (EZB) senkte im Juni dieses Jahres die Leitzinsen um 50 Basispunkte. Seitdem beträgt der Mindestbietungssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte 2,0 Prozent. Dreimonatsgeld wird derzeit mit etwa 2,1 Prozent gehandelt; darin spiegelt sich die Erwartung, dass die Leitzinsen in naher Zukunft unverändert bleiben. Real betrachtet liegt der kurzfristige Zins derzeit bei etwa 0,5 Prozent, was auf einen weiterhin deutlich expansiven Kurs der Geldpolitik hindeutet. Wir erwarten, dass die EZB die Zinsen im Prognosezeitraum unverändert lässt. Zum einen wird sie abwarten, ob die konjunkturelle Erholung in einen Aufschwung mündet. Zum anderen erscheinen die Inflationsrisiken aus heutiger Sicht gering. Die langfristigen Zinsen dürften im Zuge des weltwirtschaftlichen Aufschwungs sowohl in nominaler als auch in realer Rechnung leicht steigen. Für die Prognose ist unterstellt, dass der reale effektive Wechselkurs des Euro auf seinem Niveau Anfang Dezember dieses Jahres verharrt. Der Kurs der Finanzpolitik ist in etwa konjunkturneutral. Eine spürbare Konsolidierung der öffentlichen Haushalte insbesondere in Deutschland und Frankreich ist nach den jüngsten Entscheidungen über den Stabilitäts- und Wachstumspakt nicht zu erwarten.<sup>2</sup> Das zusammengefasste Budgetdefizit im Euroraum dürfte im kommenden Jahr 2,8 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt betragen (Tabelle 3).

Die Frühindikatoren deuten darauf hin, dass sich das konjunkturelle Expansionstempo im Winterhalbjahr beschleunigt. So haben sich die von der Europäischen Kommission zusammengestellten Stimmungsindikatoren in den vergangenen Monaten spürbar aufgehellt. Besonders ausgeprägt war dies im Dienstleistungssektor, aber auch das Vertrauen in der Industrie und das Konsumklima haben sich merklich gebessert. Auf eine Fortsetzung der konjunkturellen Erholung deutet zudem der EUROFRAME-Indikator hin. Die Rahmenbedingungen sprechen dafür, dass das Expansionstempo im Verlauf des kommenden Jahres leicht zunimmt. So werden sich die Impulse von der Geldpolitik in stärkerem Maße als bisher niederschlagen und die Binnennachfrage anregen. Zudem profitieren die Ausfuhren des Euroraums vom weltwirtschaftlichen Aufschwung, auch wenn der hohe Außenwert des Euro zunächst noch bremsend wirkt. Alles in allem erwarten wir, dass das reale Bruttoinlandsprodukt im kommenden

---

<sup>2</sup> Zur Bewertung dieser Entscheidungen siehe Abschnitt am Ende dieses Beitrags.

Tabelle 3: Eckdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung in Euroland 2001–2004 (Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in Prozent)

	2001	2002	2003 <sup>a</sup>	2004 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	1,6	0,9	0,5	2,1
Binnennachfrage <sup>b</sup>	1,0	0,2	0,7	1,7
Privater Verbrauch	1,8	0,1	1,2	1,9
Staatsverbrauch	2,4	2,8	1,6	1,6
Anlageinvestitionen	–0,1	–2,9	–1,8	2,0
Lagerinvestitionen <sup>c</sup>	–0,5	0,2	0,0	–0,1
Außenbeitrag <sup>c</sup>	0,6	0,6	–0,2	0,4
Verbraucherpreise	2,3	2,2	2,1	1,9
Arbeitslosenquote <sup>d</sup>	8,0	8,4	8,8	8,8
Leistungsbilanzsaldo <sup>e</sup>	–0,2	0,9	0,2	0,1
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo <sup>e</sup>	–1,6	–2,2	–2,7	–2,8

<sup>a</sup>Prognose. – <sup>b</sup>Real. – <sup>c</sup>Veränderung in Prozent des realen Bruttoinlandsprodukts des Vorjahres. – <sup>d</sup>In Prozent der Erwerbspersonen. – <sup>e</sup>In Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

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

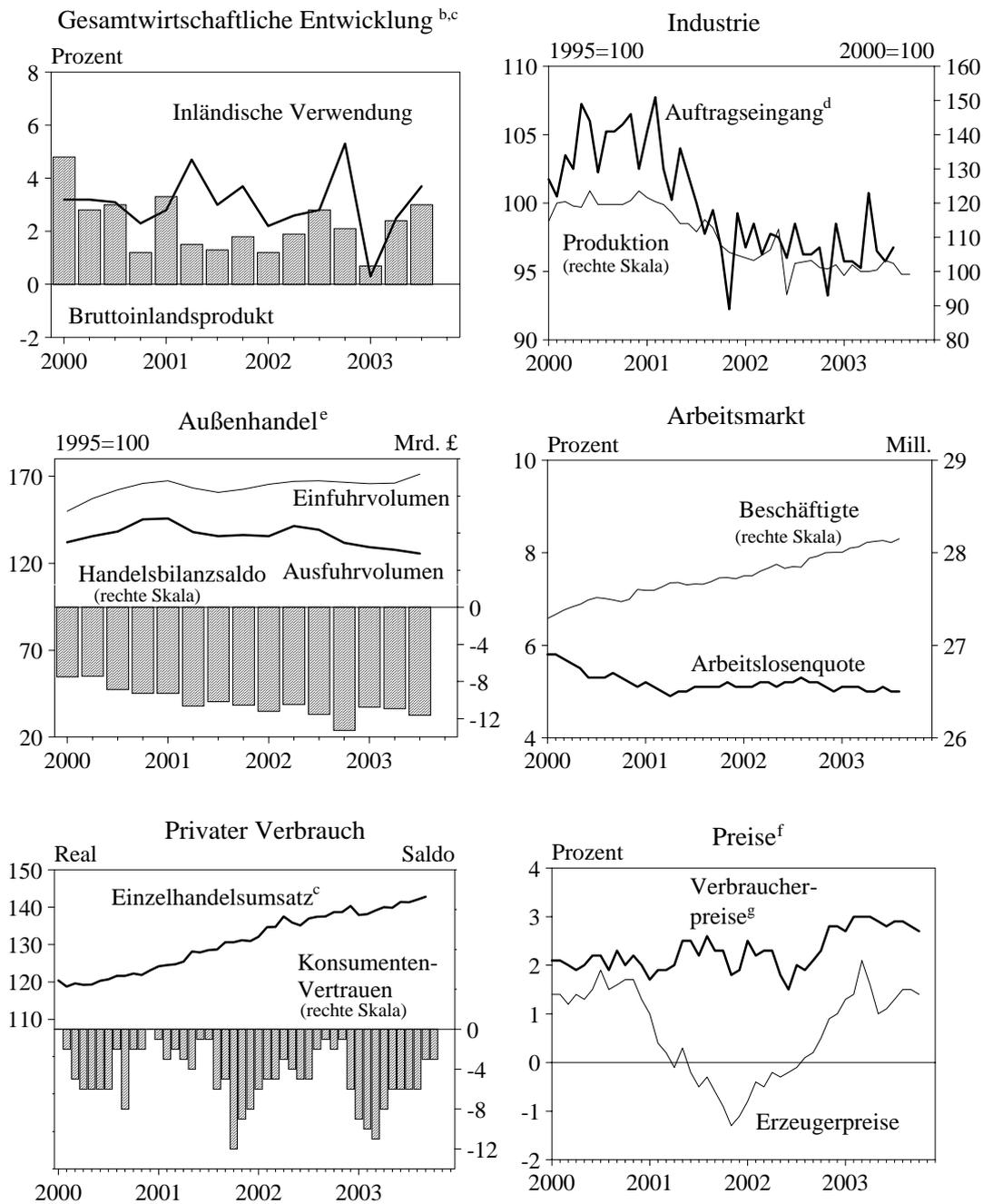
Jahr um 2,1 Prozent zunimmt, nach 0,5 Prozent in diesem Jahr. Die Arbeitslosenquote wird sich im Verlauf des kommenden Jahres leicht verringern. Der Preisauftrieb wird angesichts einer nur leichten Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung gering sein; die Inflationsrate dürfte im kommenden Jahr knapp unter der Marke von 2 Prozent liegen.

## Stetiger Produktionszuwachs im Vereinigten Königreich

Im Vereinigten Königreich hat sich die Konjunktur im Jahr 2003 als robust erwiesen. Die gesamtwirtschaftliche Produktion stieg nach nur vorübergehender Verlangsamung zu Jahresbeginn im Sommerhalbjahr deutlich beschleunigt (Abbildung 8). Der Anstieg übertraf im dritten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von 3 Prozent bereits wieder das Trendwachstum. Besonders kräftig war erneut die Zunahme der Binnennachfrage. Insbesondere wurde der private Verbrauch abermals stark ausgeweitet, und der Staatsverbrauch erhöhte sich weiter. Gleichzeitig stiegen die Investitionen in wenig verändertem Tempo. Die Auslandsnachfrage nahm nur leicht zu, der Außenbeitrag sank deutlich.

Der Arbeitsmarkt zeigte sich, vor allem dank zahlreicher Einstellungen bei den öffentlichen Arbeitgebern und bei den Finanzdienstleistern, in unverändert guter Verfassung. Die Arbeitslosenquote (ILO-Definition) liegt bereits seit Ende 2000 bei rund 5 Prozent. Die Rate der Empfänger von Arbeitslosenunterstützung sank zuletzt sogar leicht auf 3,0 Prozent. Der Anstieg

Abbildung 8: Indikatoren<sup>a</sup> zur Konjunktur im Vereinigten Königreich 2000–2003



<sup>a</sup>Saisonbereinigt. – <sup>b</sup>Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate. – <sup>c</sup>Real. – <sup>d</sup>Teilweise geschätzt. – <sup>e</sup>Maschinenbau. – <sup>f</sup>Veränderung gegenüber dem Vorjahr. – <sup>g</sup>RPIX (Einzelhandelspreise ohne Hypothekenzinsen).

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

der Verbraucherpreise, gemessen am RPIX, an dem sich die Bank of England orientiert,<sup>3</sup> liegt zwar seit Ende vergangenen Jahres über dem Zielwert von 2,5 Prozent (Oktober: 2,7 Prozent), jedoch innerhalb der zulässigen Abweichung von je einem Prozentpunkt zu beiden Seiten.

Die Frühindikatoren deuten darauf hin, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion im Winterhalbjahr weiter deutlich expandieren wird. Angesichts der hohen gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung hat die Bank of England als erste der großen Zentralbanken den Leitzins Anfang November um 25 Basispunkte (auf nunmehr 3,75 Prozent) angehoben, um zu verhindern, dass sich der Verbraucherpreisauftrieb wieder verstärkt. Begründet wurde dieser Schritt auch damit, dass sich in den vergangenen Monaten die Preissteigerung bei Wohnimmobilien erneut beschleunigt hat und die Verschuldungsbereitschaft der privaten Haushalte ungebrochen ist. Da die Zentralbank einen Einbruch des privaten Konsums ebenso wie einen Crash am Immobilienmarkt vermeiden will, wird sie in der Zinspolitik jedoch vorsichtig agieren. Wir erwarten, dass sie den Leitzins im kommenden Jahr in kleinen Schritten auf 4,5 Prozent anhebt.

In der Finanzpolitik genießt das Ziel der Regierung, die Qualität der öffentlichen Dienstleistungen nachhaltig zu verbessern, weiterhin hohe Priorität. Hierfür soll das bislang vorgelegte Expansionstempo bei den Ausgaben beibehalten werden, so dass die Regierung mit Rücksicht auf die selbst gesetzten Haushaltsregeln wohl die Abgaben anheben wird. Das Budgetdefizit dürfte 2003 bei 2  $\frac{3}{4}$  Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt liegen und 2004 einen Wert von gut 3 Prozent erreichen (Tabelle 4).

Der größte Unsicherheitsfaktor für die wirtschaftliche Entwicklung ist derzeit das Ausgabeverhalten der privaten Haushalte. Sie haben sich angesichts der stabilen Arbeitsmarktlage und der im historischen Vergleich ausgesprochen niedrigen Zinsen in den letzten Jahren stark verschuldet. Es besteht daher das Risiko, dass die privaten Konsumausgaben durch einen Anstieg der Zinsen deutlich gedämpft werden, insbesondere dann, wenn durch den Zinsanstieg ein Rückgang der Immobilienpreise ausgelöst wird. Wir rechnen allerdings damit, dass sich die Expansion des privaten Verbrauchs angesichts des nur allmählichen Anstiegs der Zinsen im kommenden Jahr nur leicht vermindert. Gleichzeitig erhalten die Exporte deutliche Impulse

---

<sup>3</sup> Die Bank of England wird – voraussichtlich im Januar 2004 – zum HVPI als neuer Zielgröße wechseln. Er stieg in den vergangenen Jahren um deutlich mehr als einen Prozentpunkt langsamer als der RPIX (Bank of England 2003: 38–39). Die wichtigsten Ursachen hierfür sind die unterschiedlichen Methoden bei der Aggregation der Einzelpreise zum jeweiligen Gesamtindex – sie bewirken eine im Zeitablauf vergleichsweise konstante Differenz – und die unterschiedliche Berücksichtigung der Wertentwicklung bei Wohnimmobilien. Letzteres ist vor allem verantwortlich für die zunehmende Diskrepanz zwischen RPIX und HVPI seit 1996. Den Zeitpunkt des Wechsels und den Zielwert für den HVPI wird der Schatzkanzler, der über das geldpolitische Ziel entscheidet, bei der Veröffentlichung des Pre-Budget Report am 10. Dezember 2003 bekannt geben.

vom rasch expandierenden Welthandel und nehmen beschleunigt zu. Hinzu kommt, dass sich die Investitionen bei zunehmend aufwärts gerichteten Absatz- und Ertragserwartungen weiter beleben dürften. Alles in allem wird sich der Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion in ähnlichem Tempo wie im Sommerhalbjahr fortsetzen. Für das kommende Jahr erwarten wir einen Zuwachs des realen Bruttoinlandsproduktes von 2,8 Prozent, nach 2 Prozent in diesem Jahr. Die Verbraucherpreise werden in wenig verändertem Tempo steigen.

Tabelle 4: Eckdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung im Vereinigten Königreich 2001–2004 (Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in Prozent)

	2001	2002	2003 <sup>a</sup>	2004 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	2,1	1,7	2,0	2,8
Privater Verbrauch	3,1	3,6	2,5	2,6
Staatsverbrauch	1,7	2,4	3,7	3,8
Anlageinvestitionen	3,6	1,8	2,6	3,4
Unternehmensinvestitionen	3,6	-3,5	1,5	2,7
Wohnungsbau	0,9	16,1	1,0	4,9
Öffentliche Investitionen	12,0	7,4	19,3	19,6
Lagerinvestitionen <sup>c</sup>	-0,2	-0,2	-0,3	0,3
Exporte	2,5	-0,9	-1,9	2,1
Importe	4,5	3,6	0,4	3,2
Inlandsnachfrage <sup>b</sup>	2,7	2,9	2,5	2,9
Verbraucherpreise <sup>d</sup>	1,2	1,3	1,4	1,4
Arbeitslosenquote <sup>e</sup>	5,1	5,1	5,1	4,9
Leistungsbilanzsaldo <sup>f</sup>	-1,8	-1,8	-2,7	-3,5
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo <sup>f</sup>	0,7	-1,5	-2,8	-3,2

<sup>a</sup>Prognose. – <sup>b</sup>In Preisen von 1995. – <sup>c</sup>Veränderung in Prozent des realen Bruttoinlandsproduktes des Vorjahres. – <sup>d</sup>HVPI. – <sup>e</sup>In Prozent der Erwerbspersonen. – <sup>f</sup>In Prozent des nominalen Bruttoinlandsproduktes.

Quelle: Eurostat (2003); OECD (2003a, 2003b); HM Treasury (2002); eigene Berechnungen und Prognosen.

### Ausblick: Zunahme der Produktion in den Industrieländern bleibt vorerst kräftig

Die Frühindikatoren deuten auf eine fortgesetzt kräftige konjunkturelle Expansion in den Industrieländern hin. Dabei wird sich die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung nahezu überall erhöhen. In den Vereinigten Staaten wird sich der Nachfrageanstieg zwar ausgehend von der zuletzt verzeichneten exzeptionell hohen Rate stark verlangsamen, doch bleibt die Konjunktur deutlich aufwärts gerichtet. In Japan hält die gemessen am Durchschnitt der neunziger Jahre kräftige Produktionsausweitung an, und im Vereinigten Königreich steigt die Pro-

duktion in den kommenden Monaten aller Voraussicht nach ebenfalls schneller als im mittelfristigen Trend. Schließlich dürfte sich die Belegung im Euroraum verstärken, so dass dann auch hier das reale Bruttoinlandsprodukt schneller steigt als das Produktionspotential.

Deutliche Anregungen gehen über den gesamten Prognosezeitraum von der Geldpolitik aus. Wir erwarten, dass die US-Notenbank ihre Zinsen angesichts des zunächst weiter geringen Preisauftriebs und der immer noch recht hohen Arbeitslosigkeit bis weit in das nächste Jahr hinein auf dem derzeitig extrem niedrigen Niveau belässt. Die EZB wird sogar vermutlich über das gesamte kommende Jahr hinweg nicht an der Zinsschraube drehen. Auch die Bank von Japan dürfte an ihrer Politik wenig ändern, die darauf gerichtet ist, die Liquiditätsausstattung der Wirtschaft zu verbessern und so die Deflation zu beenden. Die britische Zentralbank wird zwar fortfahren, die Zinsen zu erhöhen – doch nur allmählich und nicht in einem Ausmaß, dass die Geldpolitik bereits restriktiv wirkte. Die Finanzpolitik ist im kommenden Jahr – ähnlich wie in diesem – unterschiedlich ausgerichtet. In den Vereinigten Staaten ist sie nochmals expansiv; auch im Vereinigten Königreich wird der Kurs fiskalischer Expansion fortgesetzt, wenngleich der kräftigen Ausweitung der Ausgaben zunehmend Abgabenerhöhungen gegenüber stehen. Die Finanzpolitik im Euroraum ist dagegen neutral, die in Japan sogar tendenziell restriktiv ausgerichtet. Für die Prognose ist schließlich ein Ölpreis angenommen, der im kommenden Jahr auf dem derzeitigen Niveau von knapp 30 US-Dollar verharret.

Bei diesen Rahmenbedingungen bleibt die Konjunktur in den Industrieländern über das gesamte nächste Jahr deutlich aufwärts gerichtet. Allerdings lässt die Dynamik in den Vereinigten Staaten in der zweiten Jahreshälfte, wenn die fiskalischen Impulse abklingen, etwas nach. Auf ein geringeres Expansionstempo dürfte auch hinwirken, dass die Nachfrage in China wohl nicht mehr in dem zuletzt beobachteten sehr hohen Tempo zunehmen wird. Dieser Faktor und die deutliche Aufwertung des Yen wirken einer Verstärkung der Konjunktur in Japan entgegen. Demgegenüber dürfte sich der Produktionsanstieg im Euroraum bis zum Jahresende sukzessive verstärken, wenngleich er mit einer Rate von reichlich 2,5 Prozent mäßig bleibt. Insgesamt ist für das kommende Jahr mit einem Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts in den Industrieländern zu rechnen, der mit 3 Prozent zum ersten Mal seit 2000 spürbar höher ist als im mittelfristigen Trend (Tabelle 5). Der sich zunehmend verbreiternde Aufschwung wird im Verlauf des Jahres zu einem Rückgang der Arbeitslosigkeit führen; im Jahresdurchschnitt 2004 wird sich freilich nur eine geringfügige Verbesserung zeigen. Die Inflation bleibt im Allgemeinen niedrig, auch wenn die Kernrate vor dem Hintergrund der zunehmenden Kapazitätsauslastung in der zweiten Hälfte des Jahres allmählich anziehen dürfte.

Tabelle 5: Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Industrieländern 2002–2004

	Gewicht <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>			Verbraucherpreise <sup>b,c</sup>			Arbeitslosenquote <sup>d</sup> in Prozent		
		2002	2003 <sup>e</sup>	2004 <sup>e</sup>	2002	2003 <sup>e</sup>	2004 <sup>e</sup>	2002	2003 <sup>e</sup>	2004 <sup>e</sup>
Deutschland	8,2	0,2	-0,1	1,8	1,3	1,1	1,4	8,6	9,2	9,7
Frankreich	5,9	1,2	0,2	2,0	1,9	2,2	1,8	8,8	9,4	9,5
Italien	4,9	0,4	0,5	1,9	2,6	2,8	2,4	9,0	8,7	8,5
Spanien	2,7	2,0	2,4	3,0	3,5	3,1	2,9	11,3	11,3	10,7
Niederlande	1,7	0,2	-0,7	1,5	3,9	2,3	1,7	2,7	3,8	4,1
Belgien	1,0	0,7	1,1	2,2	1,5	1,5	1,7	7,3	8,0	8,0
Österreich	0,8	1,1	0,9	2,0	1,7	1,3	1,7	4,3	4,4	4,5
Finnland	0,5	2,2	1,0	2,3	2,0	1,3	1,6	9,1	9,0	8,8
Griechenland	0,5	4,0	4,2	4,5	3,9	3,5	3,5	9,6	9,5	9,0
Portugal	0,5	0,4	-0,8	1,0	3,7	3,3	2,4	5,1	6,5	7,3
Irland	0,5	6,9	1,8	3,9	4,7	4,0	3,1	4,4	4,6	4,6
Luxemburg	0,1	1,1	1,0	2,0	2,0	2,5	1,9	2,8	3,7	3,9
Euroland	27,4	0,9	0,5	2,1	2,2	2,1	1,9	8,4	8,8	8,8
Vereinigtes Königreich	6,5	1,7	2,0	2,8	1,3	1,4	1,4	5,1	5,1	4,9
Schweden	1,0	1,9	1,5	2,5	2,4	1,8	1,9	5,0	5,4	5,2
Dänemark	0,7	1,6	0,9	2,1	2,4	2,0	2,0	4,5	5,2	5,0
Europäische Union	35,6	1,0	0,7	2,2	2,0	1,9	1,8	7,4	7,7	7,7
Schweiz	1,0	0,0	-0,5	1,1	0,7	0,5	0,6	2,8	3,9	3,6
Norwegen	0,8	1,0	-0,2	1,0	1,3	2,4	1,5	3,9	4,5	4,5
Westeuropa	37,4	1,0	0,7	2,1	2,0	1,9	1,7	7,2	7,5	7,6
Vereinigte Staaten	43,2	2,4	3,1	4,1	1,6	2,3	2,3	5,8	6,0	5,7
Japan	16,4	0,1	2,7	2,0	-0,9	-0,2	-0,1	5,4	5,3	5,2
Kanada	3,0	3,3	1,8	2,8	2,3	2,7	2,4	7,6	7,8	7,6
Länder insgesamt	100,00	1,5	2,1	3,0	1,3	1,7	1,7	6,3	6,5	6,4

<sup>a</sup>In Prozent, auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2002. – <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 2002. – <sup>e</sup>Prognose.

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

Der Aufschwung in den Industrieländern wird sich im nächsten Jahr verstärkt in Lateinamerika und in den mittel- und osteuropäischen Ländern bemerkbar machen und dort zu einer spürbaren Beschleunigung des Produktionsanstiegs beitragen (Tabelle 6). In den asiatischen Schwellenländern bleibt die Wirtschaftsdynamik hoch. Allerdings sind in China inzwischen

Maßnahmen ergriffen worden, um die überschäumende Nachfrage zu dämpfen, so dass die von hier ausgehenden Impulse für die Region geringer werden. Die Weltproduktion insgesamt dürfte 2004 um 4,1 Prozent steigen, nach einem Zuwachs um 3,4 Prozent in diesem Jahr. Die Expansion des Welthandels wird sich im Prognosezeitraum deutlich – von 4 Prozent im Jahr 2003 auf 8 Prozent im Jahr 2004 – verstärken.

*Tabelle 6:* Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2001–2004 (Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in Prozent)

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

<sup>a</sup>Gewichtet gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2002 nach Kaufkraftparität. – <sup>b</sup>Prognose. – <sup>c</sup>Ohne China und Japan.

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

## Europäische Regierungen gefährden die Stabilität in der Währungsunion

Der Beschluss des ECOFIN-Rats vom November, das Defizitverfahren gegen Deutschland und Frankreich auszusetzen, hat weitreichende Konsequenzen für die Glaubwürdigkeit der Finanzpolitik in der Europäischen Union. Aber auch andere Grundlagen der Währungsunion scheinen ins Wanken zu geraten. In dem „Entwurf eines Vertrags über eine Verfassung für Europa“ werden für selbstverständlich gehaltene Prinzipien ignoriert oder in Frage gestellt. Sie betreffen vor allem die Stellung und die Ziele der Europäischen Zentralbank. Nach und nach wird die Stabilitätskultur, die – insbesondere in Deutschland – stets als Voraussetzung für das Funktionieren der Währungsunion gesehen wurde, aufgeweicht. Bedenklich ist dabei insbesondere, dass eine breite Diskussion mit den Bürgern Europas, für die die Verfassung ja gedacht ist, nicht stattfindet. Vielmehr herrscht bei führenden Politikern in Europa offenbar die Ansicht vor, der Entwurf müsse so schnell wie möglich und in unveränderter Form verabschiedet werden.

*Stabilitäts- und Wachstumspakt: Regelbindung hat nicht funktioniert*

Die Finanzpolitik im Euroraum hat massiv an Glaubwürdigkeit verloren. Insbesondere Deutschland und Frankreich räumen dem im Stabilitäts- und Wachstumspakt (SWP) festgeschriebenen Ziel der Haushaltskonsolidierung nun keine Priorität mehr ein. Die Konsequenzen für die Finanzpolitik in diesen und in anderen Ländern sind derzeit nicht vollständig abzusehen. Sowohl in Deutschland als auch in Frankreich wird das Budgetdefizit in Relation zum Bruttoinlandsprodukt im kommenden Jahr wie schon 2002 und 2003 die 3-Prozent-Marke überschreiten. Dies steht – zumindest was Deutschland betrifft – im Gegensatz zu früheren Ankündigungen. So hatte die deutsche Bundesregierung noch zu Beginn dieses Jahres zugesagt, die Defizitquote im Jahr 2004 unter die Marke von 3 Prozent zu drücken. Sie hatte damit ein Entgegenkommen im Verfahren bei einem übermäßigen Defizit, das andernfalls verschärft worden wäre, bewirkt. Als sich abzeichnete, dass dieses Versprechen nicht eingehalten werden würde, empfahl die Europäische Kommission – als Hüterin des Stabilitäts- und Wachstumspakts – Auflagen für die Finanzpolitik in Deutschland. Im November jedoch beschloss der ECOFIN-Rat stattdessen, das Verfahren bei einem übermäßigen Defizit gegen Deutschland und Frankreich auszusetzen.

Damit hat sich ein vielfach beklagter Konstruktionsfehler des Stabilitäts- und Wachstumspakts<sup>4</sup> zum ersten Mal in der Praxis ausgewirkt: Auch die Regierungen derjenigen Länder, die das Defizitziel verfehlen, sind bei Beschlüssen im ECOFIN-Rat stimmberechtigt. So konnten Deutschland und Frankreich – zusammen mit anderen Ländern – verhindern, dass der Rat im November verschärfte Auflagen für die Finanzpolitik in diesen Ländern beschloss.

Problematisch ist, dass die Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspakts missachtet wurden. Dies wurde damit begründet, dass ein höheres Defizit hingenommen werden müsse, um auf die wirtschaftliche Schwäche Rücksicht zu nehmen. Die These, dass ein höheres Defizit zu höherem Wachstum führt, ist jedoch durch nichts belegt. Auch das Argument der Regierungen dieser Länder, die sich abzeichnende konjunkturelle Erholung dürfe nicht durch zusätzliche Sparmaßnahmen des Staates abgewürgt werden, lässt sich schwerlich belegen. Vielmehr zeigt die Erfahrung in den vergangenen Jahrzehnten, dass die Finanzpolitik zur Konjunktursteuerung wenig bis gar nicht geeignet ist.<sup>5</sup> Vor diesem Hintergrund sollte eine Strategie der Haushaltskonsolidierung unabhängig von der Konjunkturlage verfolgt werden. Es ist jedoch nicht zu erwarten, dass insbesondere die großen Länder des Euroraums in naher Zukunft einen solchen Kurs einschlagen werden.

---

<sup>4</sup> Vgl. die Diskussion bei Scheide und Solveen (1997: 15).

<sup>5</sup> Vgl. die Analyse bei Carstensen et al. (2003).

Die Missachtung des Stabilitäts- und Wachstumspakts ist deshalb so schwerwiegend, weil es um eine fundamentale Bedingung für die Errichtung der Währungsunion geht, die deshalb auch in den Verträgen verankert worden ist. Alle Regierungen haben sich zum SWP bekannt, mehr noch: Sie haben diese Regel für die Finanzpolitik ausdrücklich für sinnvoll gehalten und immer wieder betont, dass die Haushaltskonsolidierung ein wichtiges Element einer soliden makroökonomischen Politik ist. Noch in den im Juni 2003 vom ECOFIN-Rat verabschiedeten „Grundzügen der Wirtschaftspolitik“ wurde dieses Ziel bekräftigt. Insbesondere sollten alle Länder in einem Zeitraum von drei Jahren einen ausgeglichenen oder einen Überschuss aufweisenden Haushalt erreichen und übermäßige Budgetdefizite vermeiden. Mit dem Beschluss von Brüssel wurde diese Selbstbindung außer Kraft gesetzt. Eine Regel für die Finanzpolitik (oder generell für die Wirtschaftspolitik) macht keinen Sinn, wenn es so leicht ist, den Mechanismus auszuhebeln, der das verhindert oder sanktioniert. Denn dann bleiben die positiven Wirkungen aus, die sich alle Regierungen von der Regel versprochen haben, und es treten die negativen Wirkungen einer Politik ein, die diskretionär ist, also von Fall zu Fall entscheidet.

Alles in allem ist der Stabilitäts- und Wachstumspakt nicht gescheitert, weil seine Ziele unangemessen sind, sondern deshalb, weil die Regierungen nicht gewillt sind, diese selbst gesetzten Ziele einzuhalten. Internationale Verträge können nur funktionieren, wenn sich die Regierungen an die Regeln halten – es sei denn, es gäbe Sanktionsmechanismen, mit denen sie zum richtigen Verhalten im Sinne des Vertrages gezwungen werden könnten und ein Fehlverhalten der Regierungen bestraft würde. Diese Möglichkeit der Sanktionen haben die Regierungen aber jetzt selbst ausgeschaltet.

#### *Budgetbeschränkung gelockert – Sparen weniger wahrscheinlich*

Eine Folge der Beschlüsse von Brüssel wird mit hoher Wahrscheinlichkeit sein, dass der Druck, die Budgetdefizite zurückzuführen, nachlässt. Dies betrifft zum einen Deutschland und Frankreich selbst. Sie werden wahrscheinlich den vorgeschriebenen Budgetausgleich nicht einmal zehn Jahre nach Verabschiedung des SWP erreichen. Zwar haben sie bei dem Beschluss in Brüssel angekündigt, im Jahr 2005 wenigstens unter der Marke von 3 Prozent bei der Defizitquote zu bleiben. Dies ist jedoch aus zwei Gründen nicht glaubwürdig: Erstens wurde dies wiederholt auch für vergangene Jahre angekündigt, so beispielsweise in den nationalen Stabilitätsprogrammen. Zweitens wurde selbst dieses Ziel für das Jahr 2005 durch die Bundesregierung schon wieder dadurch relativiert, dass dies nur gelten soll, wenn es zu einem Konjunkturaufschwung mit entsprechend hohen Zuwachsraten des realen Bruttoinlandsprodukts kommt.

Andere Länder in der Währungsunion, die sich in den vergangenen Jahren an die Regeln gehalten und ihre Haushalte konsolidiert haben – übrigens die Mehrzahl der Länder –, werden

nun möglicherweise eine weniger solide Finanzpolitik betreiben. Zwar sind ihnen großenteils die Vorteile der Haushaltskonsolidierung durchaus bewusst. Doch konnten einige Regierungen den entsprechenden Kurs in der Finanzpolitik im eigenen Land nur deshalb durchsetzen, weil sie auf die Regeln des Paktes verweisen konnten. Da der SWP aber wegen des Fehlverhaltens der großen Länder nun an Glaubwürdigkeit verloren hat, fehlt dieser Zwang zur Konsolidierung. Im Gegenteil, es ist klar geworden, dass es in Zukunft wohl keine stringenten Auflagen für ein Land geben wird, ebenso wie es unwahrscheinlich ist, dass es zu den im Pakt vorgesehenen Sanktionen kommt.<sup>6</sup> Denn wenn sie selbst in so offensichtlichen Fällen wie zuletzt abgelehnt werden, kann in Zukunft jedes Land, das ein hohes Defizit aufweist, auf diesen Präzedenzfall verweisen.

Die Entscheidung von Brüssel wird sich auch auf die Wirtschaftspolitik in den EU-Beitrittsländern auswirken. Sie können nun davon ausgehen, dass die finanzpolitischen Kriterien nicht mehr strikt angewendet werden, wenn es um ihren Beitritt zur Währungsunion geht. Und ob die anderen Kriterien – etwa hinsichtlich der Preisniveaustabilität – angewendet werden, kann damit auch bezweifelt werden. Auf jeden Fall wird es den europäischen Institutionen erschwert, auf zielführende Maßnahmen hinzuwirken, denn diese Länder können auf den Regelverstoß durch die großen EWU-Länder verweisen.

#### *Die Länder schaden sich letztlich selbst*

Die Konsequenzen reichen jedoch über den künftigen Kurs der Finanzpolitik hinaus. Das Ziel, mittelfristig das Budget auszugleichen bzw. einen Überschuss zu erreichen, wurde auch vor dem Hintergrund der demographischen Entwicklung gesetzt. Denn in den kommenden Jahrzehnten werden die öffentlichen Haushalte durch Verpflichtungen gegenüber ihren Bürgern in hohem Maße belastet. Vor diesem Hintergrund ist ein ausgeglichener Haushalt für die kommenden Jahre geradezu eine Minimalanforderung an die Finanzpolitik, wenn sie nachhaltig sein soll. Auf die Herausforderungen, die sich aus der demographischen Entwicklung ergeben, sind diejenigen Länder, die Budgetdefizite und eine hohe Staatsverschuldung aufweisen, nicht oder nur unzureichend vorbereitet. Wenn Länder wie Deutschland und Frankreich die Konsolidierung abermals auf eine unbestimmte Zeit verschieben, schaden sie sich in erster Linie selbst. Denn je länger man bei der Vorsorge abwartet, desto weniger können die abzusehenden Probleme bei den Sozialversicherungssystemen abgefedert werden. Dann blieben nur drastische Mittel wie massive Kürzungen bei den Rentenansprüchen oder massive Erhöhungen von Steuern und Beiträgen, um einen Kollaps zu vermeiden. Dies würde nicht nur für die Länder

---

<sup>6</sup> In diesem Zusammenhang ist es geradezu grotesk, dass sich alle Regierungen im Jahr 2000 darauf einigen konnten, die irische Regierung wegen einer vermeintlich zu expansiven Politik zu mahnen. Irland wies zu jener Zeit einen sehr hohen Budgetüberschuss auf.

zutreffen, die derzeit hohe Budgetdefizite aufweisen; auch diejenigen Länder, die aufgrund der Entscheidung von Brüssel beim Konsolidierungskurs nachlassen, wären betroffen.

Die Konsequenzen reichen aber möglicherweise noch weiter. In vielen Ländern hat unter dem Zwang, dass der Staat sparen muss, der Druck zugenommen, Strukturreformen anzugehen. In den zahlreichen europäischen Dokumenten zur Wirtschaftspolitik wurde immer wieder betont, dass man sich nicht auf die Nachfragepolitik – etwa eine expansive Finanzpolitik – verlassen könne, um die Probleme des niedrigen Wirtschaftswachstums und der hohen Arbeitslosigkeit zu lösen. Vielmehr sollten die fundamentalen Probleme auf der Angebotsseite angegangen werden. Auch in Deutschland hat die Debatte in den politischen Parteien nun eingesetzt, und erste Maßnahmen wurden auf den Weg gebracht. Solche Bemühungen werden aber möglicherweise geschwächt, wenn nun die Finanzpolitik doch wieder zu konjunkturpolitischem Aktivismus genutzt werden kann. Auch in dieser Hinsicht würden sich die Länder selbst Schaden zufügen, weil damit die eigentliche Lösung der Probleme abermals vertagt würde.

#### *Rolle der Europäischen Kommission wenig hilfreich*

Ob der Stabilitäts- und Wachstumspakt eingehalten wird, hängt wesentlich von der Politik der EU-Kommission ab, die die Hüterin des Paktes ist. Besonders schädlich war in diesem Zusammenhang, dass der Präsident der Kommission im September 2002 den Pakt als „dumm“ bezeichnete, weil er angeblich zu wenig flexibel sei. Es wäre dann an der Kommission gewesen, sehr schnell einen Vorschlag zur Reform des SWP vorzulegen. Dies aber ist nicht geschehen. Genau auf diese vermeintliche Inflexibilität haben sich nun Deutschland und Frankreich berufen, als auf ihre Initiative hin die Regeln des Paktes nicht mehr angewendet wurden. Insofern hat die EU-Kommission das Scheitern mit verursacht.

Erschwert wurde die Position der Kommission ferner durch die im Rahmen ihrer Herbstprognose 2003 vorgelegte Schätzung des Produktionspotentials und der abgeleiteten Schätzung des strukturellen Defizits. Die Revision gegenüber der Annahme im vorangegangenen Prognose war ungewöhnlich groß. Im Frühjahr schätzte die Europäische Kommission (2003: 135) die Quote für das strukturelle Defizit in Deutschland auf 2,6 Prozent, im Herbst auf 3,5 Prozent im Jahr 2003. Offenbar wurden die in diesem Jahr eingeleiteten Konsolidierungsmaßnahmen in ihrer Wirkung auf das strukturelle Defizit anders eingeschätzt als vorher. Eine klare Begründung für diese Revision fehlte jedoch.

Auf diese neuen Schätzungen bezog sich die Kommission, als sie von Deutschland eine zusätzliche Verringerung des strukturellen Defizits um 0,2 Prozentpunkte forderte. Das Vorgehen war aber insofern naiv, als man sich nur auf ein einziges Verfahren stützte, das sich für konkrete politische Aussagen nicht eignet. Es verwundert, dass sie allein darauf setzte, denn

die Kommission ist durch herausragende Veröffentlichungen auf dem Gebiet der Potential-schätzungen ausgewiesen; dasselbe gilt für die Analysen des strukturellen Defizits. Insofern lag hier mehr als nur ein handwerklicher Fehler vor.

### *Europäische Verfassung: Unabhängigkeit der EZB in Gefahr*

Die Unabhängigkeit einer Notenbank wird in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur als eine zentrale Bedingung genannt, wenn das Ziel der Preisniveaustabilität erreicht werden soll. Die institutionelle Stellung der EZB ist im Vertrag von Maastricht verankert. Sie hat eine Sonderstellung, die ihr die Unabhängigkeit sichert. Im jetzt vorliegenden Entwurf für eine Verfassung ist allerdings vorgesehen, dass die EZB ein Organ der Europäischen Union ist (Europäischer Konvent 2003: 41). Ferner sind alle Organe der EU zu einer „loyalen Zusammenarbeit“ aufgefordert (Europäischer Konvent 2003: 28). Dieser Begriff ist zwar vage. Die Änderung kann aber darauf hinauslaufen, dass die EZB in eine allgemeine Ex-ante-Koordination eingebunden wird (Deutsche Bundesbank 2003: 69). Eine solche Koordination ist aus vielen Gründen nicht sinnvoll.<sup>7</sup> Die Notenbank kann sich nicht verpflichten, ihre Geldpolitik in bestimmter Weise auszurichten, wenn andere Politikbereiche sich auf einen bestimmten Kurs festlegen. Damit würde das primäre Ziel der Preisniveaustabilität möglicherweise nicht erreicht. Im Prinzip wird durch den Entwurf also die Unabhängigkeit der Notenbank in Frage gestellt.

In dieselbe Richtung steht der Verfassungsentwurf, wenn er zwar der EZB formal die Unabhängigkeit zuspricht, nicht aber den nationalen Notenbanken. Diese ist aber entscheidend, denn die Präsidenten der nationalen Notenbanken wirken bei der Geldpolitik mit, über die im EZB-Rat entschieden wird.<sup>8</sup> Gegenüber der geltenden Währungsverfassung wäre eine solche Änderung ein Rückschritt. Sie wäre umso weniger verständlich, als im Vorfeld der Währungsunion die Unabhängigkeit der nationalen Notenbanken als eine wesentliche Bedingung angesehen wurde. Sie gilt derzeit gleichermaßen für die EU-Beitrittskandidaten, die in den kommenden Jahren auch den Beitritt zur Währungsunion anstreben.

Darüber hinaus wird derzeit auf der EU-Regierungskonferenz ein Vorschlag diskutiert, dass die Staats- und Regierungschefs Teile des EZB-Status ändern können, ohne dass die nationalen Parlamente zustimmen müssen. Dies könnte sogar darauf hinauslaufen, dass die Regierungen die Zusammensetzung des EZB-Rats ändern. Damit wäre die personelle Unabhängigkeit, die für die vollständige Unabhängigkeit der Notenbank essentiell ist, nicht mehr gegeben. Zu-

---

<sup>7</sup> Vgl. die Diskussion bei Gern et al. (2003: 22).

<sup>8</sup> Hinzu kommt eine Reihe von weiteren Aufgaben, welche die Unabhängigkeit der nationalen Notenbanken zwingend erfordern (Deutsche Bundesbank 2003: 70).

sammen mit der Verpflichtung zur loyalen Zusammenarbeit wäre damit eine unabhängige stabilitätsorientierte Geldpolitik nicht mehr möglich oder zumindest erschwert.

*Ziel der Preisniveaustabilität nicht mehr genannt*

All diese Angriffe auf die Unabhängigkeit der Notenbank legen den Verdacht nahe, dass das Ziel der Preisniveaustabilität in der Währungsunion tiefer gehängt werden soll. Tatsächlich ist dieses Ziel im Verfassungsentwurf nicht genannt.<sup>9</sup> Die dem deutschen Außenminister zugeschriebene Äußerung, Europa habe derzeit doch „eher ein Wachstumsproblem“, geht am Punkt vorbei. Denn eine Verfassung muss ohne Zeitbezug, also unabhängig von einer Situation zu einem bestimmten Zeitpunkt, gültig sein. Abgesehen davon ist es in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur unbestritten, dass eine weniger stabilitätsorientierte Geldpolitik schädlich für das Wirtschaftswachstum ist.

Derzeit ist die Inflation im Euroraum niedrig. Das Inflationsziel, das sich die EZB gesetzt hat, ist annähernd erreicht. Nur die EZB kann durch ihre stabilitätsorientierte Geldpolitik darauf hinwirken, dass das so bleibt. In der Literatur wird stets betont, dass die Notenbank dabei unabhängig handeln sollte. Nach den derzeit diskutierten Vorschlägen ist eine solche Politik aber nicht mehr gesichert. Andere Organe könnten beispielsweise durch ihren Einfluss verhindern, dass die EZB die Geldpolitik strafft, wenn sie das Stabilitätsziel als gefährdet ansieht. Die jüngste Erfahrung beim Umgang mit dem Stabilitätspakt spricht dafür, dass früher oder später auch versucht wird, die Geldpolitik in diesem Sinne zu beeinflussen. Wenn die Regeln des Pakts missachtet werden, um vermeintlich der Konjunktur zu helfen, kann die EZB ebenso gedrängt werden, die Zinsen nicht zu erhöhen, um die Konjunktur nicht zu gefährden. Nach dem jetzt geltenden Statut ist eine solche Einflussnahme durch die Politik nicht möglich, und das aus gutem Grund. Kommt es aber zu den derzeit diskutierten Änderungen, wäre die Preisniveaustabilität nicht mehr gesichert. Dies würde nicht nur dem Ansehen und der Attraktivität der Währungsunion schaden. Möglicherweise wäre die Währungsunion selbst gefährdet.

---

<sup>9</sup> Der Artikel I-3 Absatz (3) beschreibt die Ziele, die die Wirtschaftspolitik betreffen. Dabei werden so unklare Begriffe wie ein ausgewogenes Wirtschaftswachstum, Vollbeschäftigung, sozialer Fortschritt und Verbesserung der Umweltqualität genannt.

## Literatur

- Bank of England (2003). *Inflation Report*. Mai. London.
- Bank of Japan (2003). Monthly Report of Recent Economic and Financial Developments. Online-Quelle (Zugriff am 27. November 2003): [http://www.boj.or.jp/en/stat/stat\\_f.htm](http://www.boj.or.jp/en/stat/stat_f.htm)
- Cabinet Office (2003). *Quarterly Estimates of GDP*. (Zugriff am 27. November 2003): <http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/menu.html>
- Carstensen, K., K.-J. Gern, C. Kamps und J. Scheide (2003). Euroland: Stagnation wird allmählich überwunden. *Die Weltwirtschaft* (3): 265–298.
- Deutsche Bundesbank (2003). Zur Währungsverfassung nach dem Entwurf einer Verfassung für die Europäische Union. *Monatsbericht* (11): 67–71.
- EUROFRAME (2003). Eurogrowth Indicator. Dezember. Online-Quelle (Zugriff am 2. Dezember 2003): <http://www.euro-frame.org/indicator/index.htm>
- Europäische Kommission (2003). *European Economy – Economic Forecasts Autumn 2003*. Brüssel.
- Europäischer Konvent (2003). *Entwurf eines Vertrags über eine Verfassung für Europa*. Luxemburg.
- Eurostat (2003). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2003). *Monatsbericht*. November. Frankfurt am Main.
- Federal Reserve Bank of St. Louis (2003). Federal Reserve Economic Database. Online-Quelle (Zugriff am 27. November 2003): <http://www.research.stlouisfed.org/fred/>
- Gern, K.-J., C.-P. Meier und J. Scheide (2003). Higher Economic Growth through macroeconomic Policy Coordination? The Combination of Wage Policy and Monetary Policy. Kieler Diskussionsbeiträge 399. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- HM Treasury (2002). *Pre-Budget Report*. November. London.
- IMF (International Monetary Fund) (2003). *International Financial Statistics*. November. Paris.
- Ministry of Finance Japan (2003). *Monthly Finance Review* (10) Oktober. Tokio.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2003a). *Main Economic Indicators*. November. Paris.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2003b). *Economic Outlook* 74. Dezember. Paris.
- Office for National Statistics (2003). Statistischer Anhang. *Economic Trends* (55): T10.
- Scheide, J., und R. Solveen (1997). Before EMU Starts: Economic Policy Stimulates Recovery in Europe. Kieler Diskussionsbeiträge 294. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- US Department of Commerce (2003a). Bureau of Economic Analysis: National Economic Accounts. Online-Quelle (Zugriff am 27. November 2003): <http://www.bea.doc.gov/bea/dn/home/gdp.htm>

US Department of Commerce (2003b). Bureau of Census: Manufacturing, Mining, and Construction Statistics. Online-Quelle (Zugriff am 27. November 2003): <http://www.census.gov/mcd/index.html>

US Department of Labor (2003). Bureau of Labor Statistics. Online-Quelle (Zugriff am 4. Dezember 2003): <http://www.bls.gov>