

Benner, Joachim et al.

Article — Digitized Version

Geringere Dynamik der Weltkonjunktur

Die Weltwirtschaft

Provided in Cooperation with:

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

Suggested Citation: Benner, Joachim et al. (2005) : Geringere Dynamik der Weltkonjunktur, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 1, pp. 1-35

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/3490>

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 2005, Heft 1

Vierteljahresschrift des Instituts für Weltwirtschaft
an der Universität Kiel
Herausgegeben von Dennis Snower

Geringere Dynamik der Weltkonjunktur

*Von Joachim Benner, Klaus-Jürgen Gern, Annette Kamps, Frank Oskamp, Birgit Sander,
Joachim Scheide und Rainer Schweickert*

Die Weltkonjunktur expandierte im Jahr 2004 sehr kräftig; das reale Bruttoinlandsprodukt legte mit einer Rate von rund 5 Prozent zu. Zwar verlangsamte sich die Zunahme im Verlauf des Jahres, doch erwiesen sich insbesondere die beiden Motoren der weltwirtschaftlichen Erholung, die Vereinigten Staaten und China, als sehr robust gegenüber dem Anstieg der Ölpreise und einer – wenn auch nur leichten – Straffung der geldpolitischen Zügel: Nach einer spürbaren Verlangsamung im Frühjahr festigte sich die Konjunktur in der zweiten Jahreshälfte jeweils wieder. In den übrigen Schwellenländern ebenso wie im Vereinigten Königreich expandierte die Wirtschaft im Schlussquartal ebenfalls kräftig. Ein ähnliches Profil zeigt sich beim Welthandel, der nach einigen Monaten moderater Zuwächse zum Jahresende hin wieder rascher ausgeweitet wurde. Hingegen blieb die Konjunktur in Japan und in Euroland bis zuletzt gedrückt (Abbildung 1). Hier kam die vergleichsweise schwache Grundtendenz bei der Binnennachfrage zum Tragen, nachdem die Exporte durch eine reale Aufwertung gedämpft wurden (Abbildung 2).

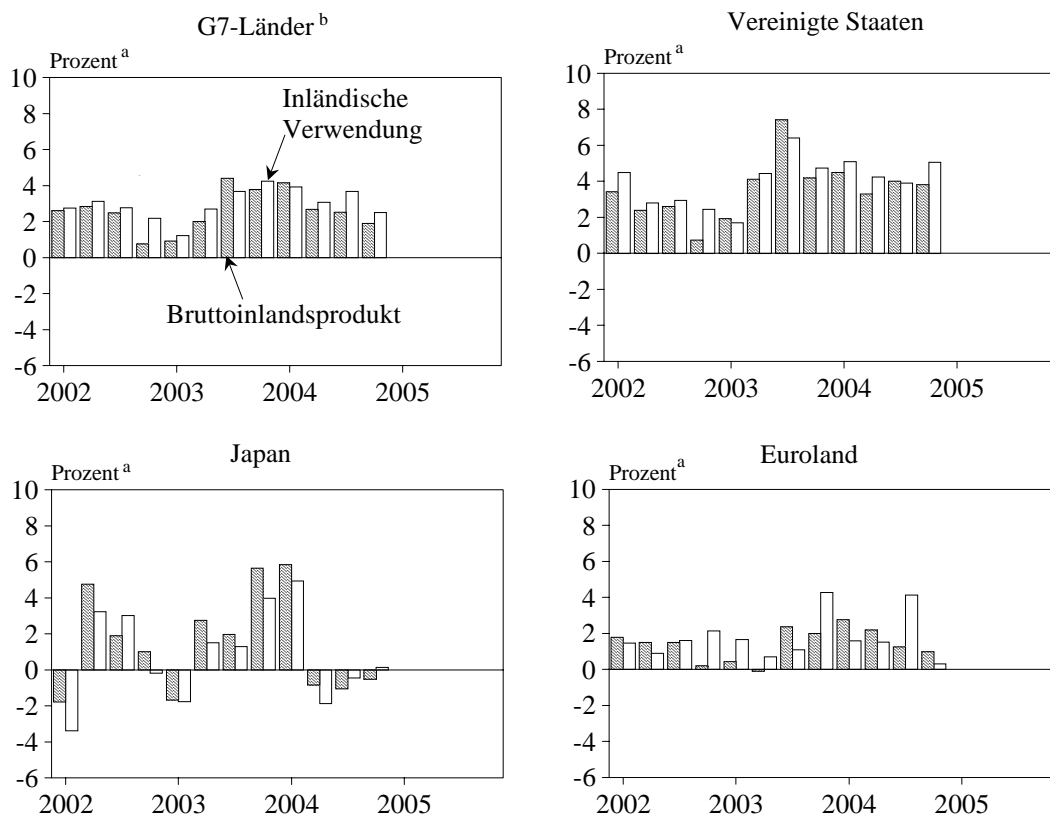
Bemerkenswert ist, dass die Weltwirtschaft weiter kräftig expandierte, obwohl der Preis für Rohöl im Herbst auf historische Höhen kletterte. Der Brent-Preis notiert seither auf einem Niveau oberhalb von 40 US-Dollar je Barrel¹. Auch die Preise für nichtenergetische Rohstoffe, die in diesem Aufschwung stark angezogen hatten, gaben kaum nach (Abbildung 3). Die gestiegenen Rohstoffpreise dämpfen zwar die Nachfrage in den Industrieländern, doch profitieren die Rohstoffproduzenten von den höheren Notierungen. So wurde die gesamtwirtschaftli-

¹ Zu den Ursachen und Effekten des Ölpreisanstiegs vgl. Benner et al. (2004).

che Produktion beispielsweise in Russland und einigen lateinamerikanischen Länder per saldo angeregt. Darüber hinaus gibt es einen wichtigen Unterschied zu der Situation in den siebziger Jahren, als das Öl angebotsseitig verknappt wurde: Der gegenwärtige Preisanstieg ist vor allem durch eine sehr rasche Zunahme der Nachfrage verursacht, dem die Produktionskapazitäten nicht folgen konnten. Die Förderkapazitäten waren bei einer Reihe von Rohstoffen, nicht zuletzt beim Öl, nahezu ausgeschöpft; in der Folge wurde damit begonnen, die Investitionen in Förderanlagen und Exploration hochzufahren. Damit steigt für sich genommen die Nachfrage nach Investitionsgütern und dies stützt die Produktion in den Industrieländern, die in der Regel bei einem kräftigen Anstieg der Rohstoffpreise zunächst spürbare Realeinkommensverluste hinnehmen müssen, weil sie Nettoimporteure von Rohstoffen sind.

Abbildung 1:

Konjunkturelle Entwicklung in den großen Industrieländern 2002–2005

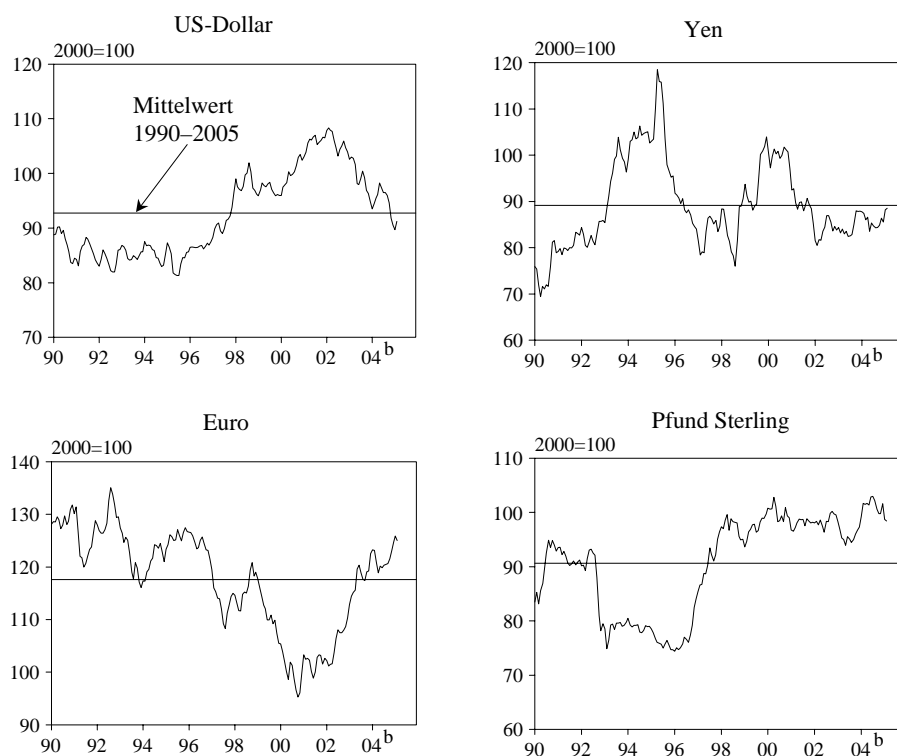


^aVeränderung gegenüber dem Vorquartal (Jahresrate). — ^bVereinigte Staaten, Japan, Kanada, Deutschland, Frankreich, Italien und Vereinigtes Königreich.

Quelle: OECD (2005); eigene Berechnungen.

Abbildung 2:

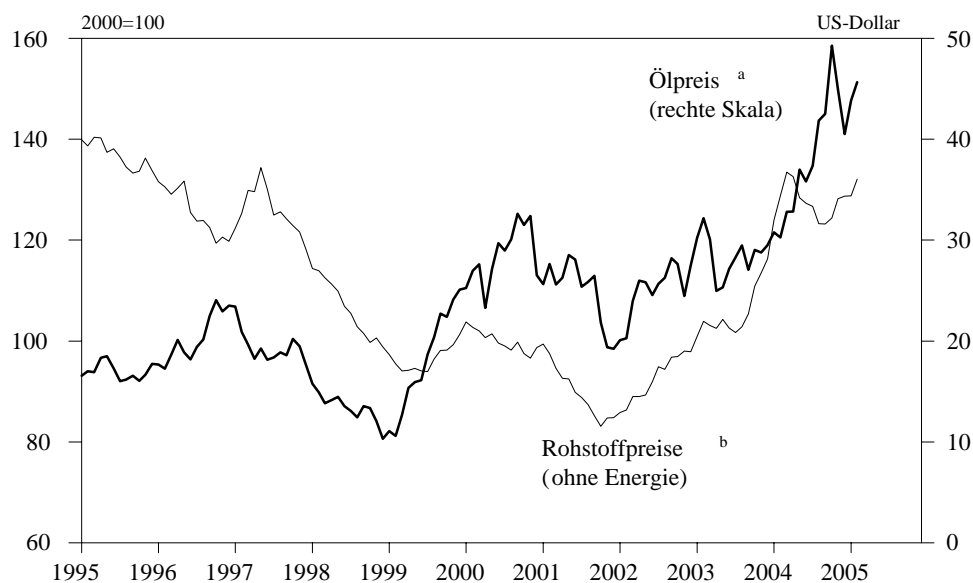
Realer effektiver Wechselkurs der wichtigsten Weltwährungen 1990–2005

^aAuf Basis der Verbraucherpreise. — ^bAb Januar 2005: eigene Schätzung.

Quelle: OECD (2005); eigene Berechnungen und Schätzungen.

Abbildung 3:

Ölpreis und Rohstoffpreise (ohne Energie) 1995–2005

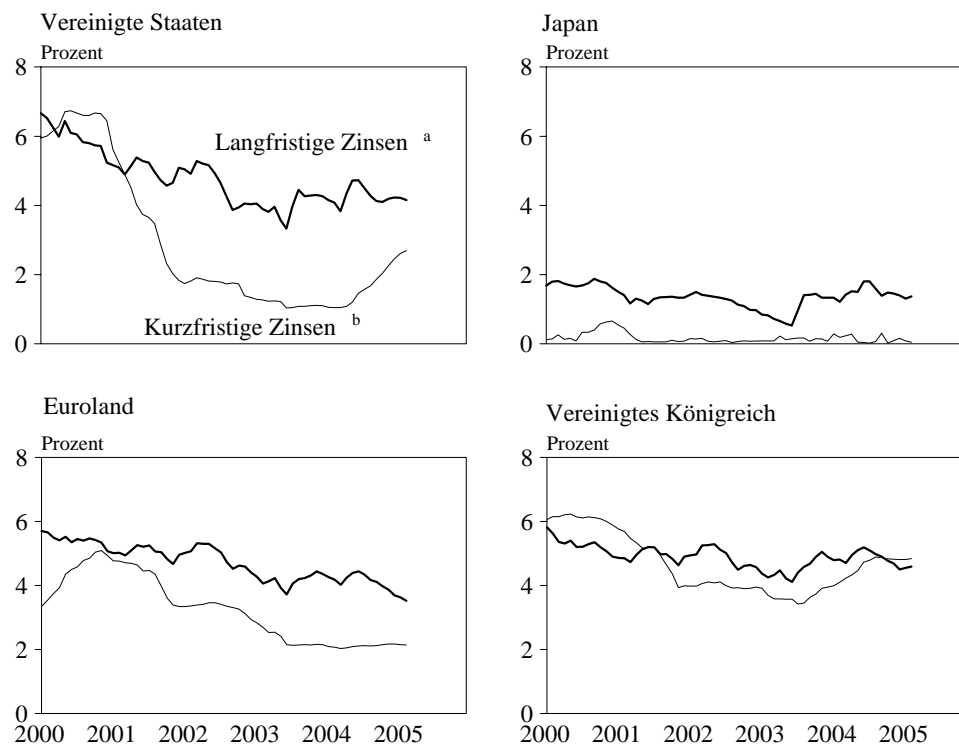
^aSpotpreis Sorte Brent, London. — ^bHWWA-Index.

Quelle: International Petroleum Exchange, HWWA (alles über Thomson Financial Datastream).

Geldpolitische Rahmenbedingungen nach wie vor sehr günstig

Gegenwärtig ist die Weltwirtschaft von einem Klima niedriger Inflation gekennzeichnet. Auch darin unterscheidet sich die derzeitige Lage von der in den siebziger Jahren. Damals heizten die Ölpreisschübe eine bereits hohe Inflation weiter an. Dieser Prozess konnte nur durch eine stark restriktive Geldpolitik mit der Folge hoher Zinsen und einer Rezession gebrochen werden. Im Gegensatz dazu sind die Zinsen bislang ausgesprochen niedrig geblieben. Zwar hat die Fed im Sommer 2004 begonnen, die Leitzinsen in den Vereinigten Staaten in kleinen Schritten anzuheben. Dies geschah freilich ausgehend von einem extrem geringen Niveau. Außerdem ist die Kernrate der Inflation in den vergangenen Monaten ebenfalls leicht geklettert. So liegen die kurzfristigen Realzinsen in den Vereinigten Staaten auch bei dem aktuellen Zielsatz für die Federal Funds Rate von 2,5 Prozent nahe null. Im Euroraum und in Japan, wo sich der zugrunde liegende Preistrend nur wenig veränderte und die Konjunktur gedämpfter verlief, blieben die Leitzinsen auf niedrigem Niveau; auch hier war der kurzfristige Realzins in den vergangenen Monaten etwa null. Deutlich positiv sind die realen Geldmarktzinsen unter den großen Industrieländern lediglich im Vereinigten Königreich.

Abbildung 4:
Zinsen in ausgewählten Industrieländern 2000–2005



^aRendite für Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit. — ^bZinssatz für 3-Monatsgeld.

Quelle: OECD, Bank of Japan, EZB (alles Thomson Financial Datastream).

Vonseiten der Kapitalmärkte haben sich die monetären Rahmenbedingungen in den vergangenen Monaten sogar verbessert. Die Renditen auf langfristige Staatsanleihen sind weltweit in der Tendenz gesunken (Abbildung 4). Allerdings scheint die Rückbildung der Renditen am langen Ende zuletzt – vor allem unter dem Eindruck eines unerwartet starken Anstiegs der Produzentenpreise in den Vereinigten Staaten – zu einem zumindest vorläufigen Ende gekommen zu sein.

Warum sind die langfristigen Zinsen so niedrig?

Das niedrige Niveau der langfristigen Zinsen und ihre überdies lange Zeit rückläufige Tendenz sind angesichts der kräftigen Weltkonjunktur, leicht anziehender Inflation und des Anstiegs der Notenbankzinsen in den Vereinigten Staaten überraschend (Greenspan 2005). Verschiedene Erklärungen sind denkbar; sie betreffen unterschiedliche „Bestandteile“ des Nominalzinses. So könnte der Realzins besonders niedrig sein, die Inflationserwartungen könnten gesunken sein oder die Risikoprämie könnte sich vermindert haben.

Auf einen niedrigen langfristigen *Realzins* wirkt hin, dass die weltweite Nachfrage nach Kapital seitens der Unternehmen in diesem Aufschwung vergleichsweise schwach ausfällt: Die Unternehmen sind immer noch darum bemüht, ihre Bilanzpositionen zu verbessern und halten sich daher mit Investitionen zurück. Zugleich ist die weltweite Ersparnis reichlich. Das Verhältnis von Nachfrage und Angebot könnte sich in den vergangenen Monaten mit dem Auslaufen von Investitionsanreizen in den Vereinigten Staaten und einer zurückhaltenderen Investitionstätigkeit im Euroraum und in Japan weiter verschlechtert haben. Hinzu kommt die Aussicht, dass der Kapitalmarkt auf mittlere Sicht weniger durch den US-Fiskus in Anspruch genommen werden dürfte.

Die Realzinsen könnten zudem gesunken sein, weil sich die Konjunkturaussichten stark eingetrübt haben. Tatsächlich hat die Konjunktur in einigen Industrieländern, insbesondere in Euroland und in Japan, im vergangenen Halbjahr die Erwartungen enttäuscht und für das Jahr 2005 wird auch für die Vereinigten Staaten eine Verlangsamung erwartet. Dagegen, dass eingetrübte Konjunkturperspektiven für die Zinsentwicklung ausschlaggebend sind, spricht allerdings neben Umfragen unter Prognostikern vor allem auch die Tatsache, dass der Zinsrückgang mit einem Anstieg der Aktienkurse einherging, der eher günstige Konjunkturperspektiven signalisiert. Darüber hinaus hat sich die Prämie verringert, die Anleger für Investitionen in riskantere Anlageformen wie Unternehmensanleihen oder qualitativ niedriger eingestufte Staatsanleihen, beispielsweise von Schwellenländern, fordern. Im Fall eines um sich greifenden Konjunkturpessimismus wäre hingegen eher eine steigende Risikoaversion und damit eine Zunahme dieses Risikoaufschlags zu erwarten.

Die langfristigen Zinsen könnten auch dadurch gedrückt worden sein, dass sich die langfristigen *Inflationserwartungen* vermindert haben. Tatsächlich dürfte die Erfahrung mit der Geldpolitik der vergangenen 15 Jahre in den großen Industrieländern die Erwartungen an den Kapitalmärkten hinsichtlich des Niveaus der Inflation in der längeren Frist positiv beeinflusst haben. Allerdings deutet nichts darauf hin, dass die Inflationserwartungen seit dem Frühjahr vergangenen Jahres gesunken sind. Sowohl die Renditedifferenzen zwischen normalen und inflationsgeschützten Anleihen als auch Umfragen bezüglich der Inflationserwartungen unter Finanzmarktakteuren signalisieren, dass die Erwartungen hinsichtlich der Inflation in längerfristiger Perspektive zwar moderat, aber stabil sind. Die Erwartung einer niedrigeren Inflation kann demnach die rückläufige Zinstendenz, die bis vor kurzem vorherrschte – anders als die Entwicklung während des Zinstiefs im Frühjahr 2003, als Deflationsbefürchtungen die Märkte beherrschten (vgl. Benner et al. 2003) – nicht erklären. Im Gegenteil, es gibt Anzeichen, dass das Vertrauen an den Finanzmärkten in anhaltend niedrige Inflation erste Risse bekommen hat. So stiegen die langfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten seit Mitte Februar merklich an, nachdem ein unerwartet hoher Anstieg der Produzentenpreise gemeldet worden war.

Die erfolgreiche stabilitätsorientierte Geldpolitik der vergangenen Jahre hat möglicherweise nicht nur die Erwartungen hinsichtlich des Niveaus der Inflation in der Zukunft, sondern auch die Erwartungen hinsichtlich ihrer Variabilität verringert. Dies hätte einen Rückgang der *Risikoprämie* zur Folge, die für die Anlage in längerfristigen Wertpapieren im Vergleich zu Geldmarkttiteln gefordert wird. Eine niedrigere Risikoprämie kommt in einem niedrigeren gemessenen Realzins zum Ausdruck.² Dies scheint zu erklären, dass der langfristige Realzins im Vergleich zu früheren Jahren, insbesondere den achtziger Jahren, nachhaltig niedriger ist. Allerdings sind die langfristigen Realzinsen gegenwärtig auch im Vergleich mit den sechziger Jahren, die sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in Deutschland als eine Phase weitgehender makroökonomischer Stabilität gelten, ausgesprochen niedrig; lediglich in der Hochinflationsperiode der siebziger Jahre lag der Realzins zeitweise deutlich unter den derzeit zu beobachtenden Werten (Abbildung 5). Es gibt zudem kaum Gründe dafür, warum sich das Vertrauen an den Kapitalmärkten gerade in jüngster Zeit nochmals erhöht haben sollte.

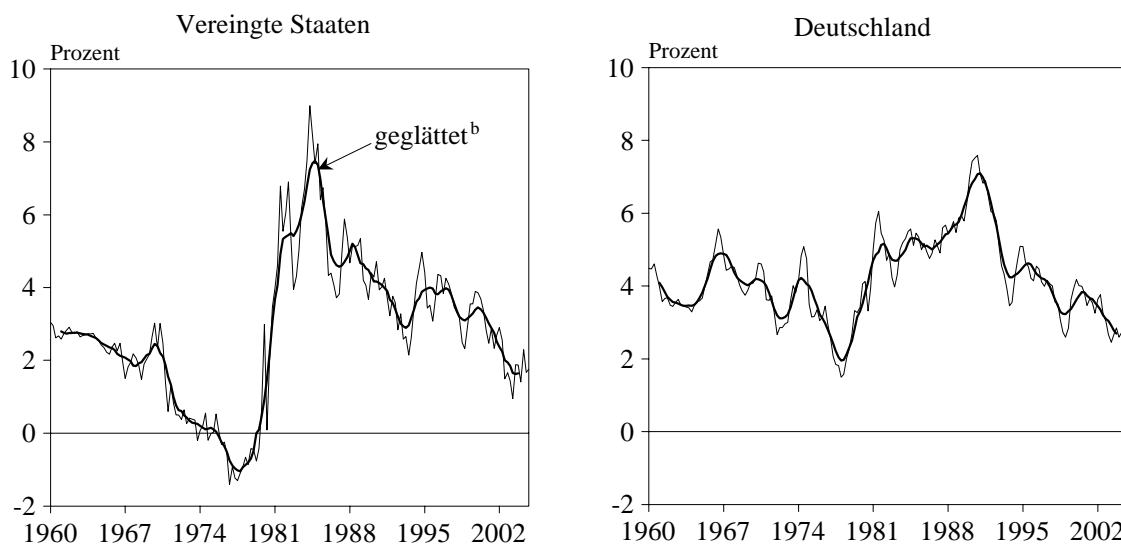
Eine weitere Erklärung für das niedrige und bis (fast) zuletzt fallende Niveau der Kapitalmarktzinsen liegt in der sehr expansiven Geldpolitik und der damit verbundenen starken Zunahme der weltweiten Liquidität. Anders als in früheren Jahren führt diese nicht (unmittelbar) zu einem Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus. Die Inflation bei den Güterpreisen

²Der Realzins wird üblicherweise gemessen, indem die langfristigen Inflationserwartungen vom Nominalzins abgezogen werden. Die (nicht beobachtbaren) Inflationserwartungen lassen sich durch die laufende Inflationsrate approximieren, wenn diese mittels eines Hodrick-Prescott-Filters geglättet wird (Ash et al. 2002).

wird durch die zunehmende Integration von Regionen wie China und Mittel- und Osteuropa in die weltwirtschaftliche Arbeitsteilung, die starke Ausweitung der Kapazitäten dort und die damit verbundene Zunahme an Wettbewerbsintensität gedämpft, die in den vergangenen Jahren auch zunehmend auf die Lohnbildung Einfluss gewonnen und für mäßige Lohnabschlüsse gesorgt hat. Bei realen Geldmarktzinsen nahe null führt die Suche der Anleger nach attraktiven Renditen dazu, dass die Nachfrage nach weniger liquiden und riskanteren Anlageformen zunimmt. So zeigt sich die hohe Liquidität (zunächst) in einem Anstieg der Preise für Vermögenswerte. Nicht nur stiegen weltweit die Kurse für Anleihen, sondern in zahlreichen Ländern auch die für Aktien und die Immobilienpreise. Damit sinkt die Risikoprämie, die für eine Anlage außerhalb des Geldmarkts zu zahlen ist; auch der ausgeprägte Rückgang der Zinsspreads zwischen erstklassigen Staatsanleihen und Anleihen von Schwellenländern mit geringerer Bonität sowie Unternehmensanleihen aller Risikokategorien lässt sich so erklären. Ein wichtiger Kanal für den Zustrom von Kapital auf die Anleihemärkte war die Anlage von erheblichen Dollarbeständen, welche die asiatischen Notenbanken aufkauften, um einer Aufwertung ihrer Währungen gegenüber dem US-Dollar zu begegnen.

Abbildung 5:

Langfristige Realzinsen^a in den Vereinigten Staaten und in Deutschland 1960–2004



^aRendite für Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit abzüglich Inflationserwartungen (approximiert durch die Hodrick-Prescott-gefilterte Anstiegsrate des Verbraucherpreisindex gegenüber dem Vorjahr).

— ^bGleitender 8-Quartals-Durchschnitt.

Quelle: OECD (über Thomson Financial Datastream); eigene Berechnungen.

Alles in allem lässt sich das niedrige Niveau der langfristigen Zinsen wohl auf eine Kombination von verschiedenen Faktoren zurückführen. Neben dem relativ reichlichen Kapitalangebot, eingetrübten Konjunkturerwartungen und einem ausgeprägten Vertrauen der Finanzmärkte in die Fähigkeit der Notenbanken, weitgehende Preisniveaustabilität zu gewährleisten, dürfte vor allem die anhaltend starke Liquiditätsausweitung von Bedeutung sein. Letztere kann insbesondere auch die rückläufige Tendenz bei den langfristigen Zinsen, die im zweiten Halbjahr 2004 und zu Beginn des laufenden Jahres zu verzeichnen gewesen war, erklären.

Vor einer Straffung der Geldpolitik

Der starke Preisanstieg an den Vermögensmärkten birgt freilich erhebliche Risiken. Zum einen könnte er über positive Vermögenseffekte die Nachfrage so stark anregen, dass sich letztlich doch eine nachhaltige Inflationsbeschleunigung auf der Ebene der Verbraucherpreise ergibt. Zum anderen könnte er sich so weit verstärken, dass sich die Preise in einem Maße von den durch ihre fundamentalen Bestimmungsgründe gerechtfertigten Niveaus entfernen, dass die Marktteilnehmer das Vertrauen in eine weiter aufwärts gerichtete Preisentwicklung verlieren und schließlich eine starke Korrektur einsetzt. Das Platzen einer solchen Preisblase – ähnlich wie an den Aktienmärkten zu Beginn des Jahrzehnts – würde Bilanzprobleme bei Unternehmen (nicht zuletzt im Bankensektor) und Haushalten zur Folge haben und könnte in eine Rezession münden.³ Erschwerend kommt hinzu, dass die Möglichkeiten der Geldpolitik mit Zinssenkungen gegenzusteuern bei dem gegenwärtigen niedrigen Zinsniveau eng begrenzt sind.

Um dem Herausbilden von Inflationserwartungen vorzubeugen und dem Entstehen von Blasen an den Vermögensmärkten entgegenzuwirken, dürfte die US-Notenbank ihre Politik vorsichtiger Zinserhöhungen im Prognosezeitraum fortsetzen, mit dem Ziel, die Federal Funds Rate in die Nähe eines neutralen Niveaus, das nach unserem Urteil bei 5 Prozent liegt, zu bringen. Wir erwarten, dass der Zielsatz für die Fed Funds am Ende dieses Jahres bei 3,5 Prozent liegt und im kommenden Jahr noch weiter leicht angehoben wird. Mit dem Anstieg der US-Zinsen werden sich die monetären Rahmenbedingungen im gesamten Dollarraum allmählich verschlechtern. Die Europäische Zentralbank dürfte mit einer geldpolitischen Straffung angesichts der derzeit schwachen Konjunktur und der preisdämpfenden Wirkung der Aufwertung zunächst noch warten. Doch dürfte sie im kommenden Jahr, wenn die Konjunktur wieder

³Nach einer Untersuchung des IMF (2003) hat das Platzen einer Blase am Immobilienmarkt gravierendere gesamtwirtschaftliche Konsequenzen als das Platzen einer Aktienblase. Dies liegt vor allem daran, dass Immobilien einen größeren Teil des Vermögens im privaten Sektor ausmachen und dass Wertsteigerungen bei Immobilien das Ausgabeverhalten auch deshalb stärker beeinflussen, weil sie in stärkerem Maße für dauerhaft gehalten werden.

Fuß gefasst haben wird, die Zinsen allmählich anheben. Schließlich hat sie wiederholt Besorgnis bezüglich des Liquiditätsüberhangs geäußert, und zuletzt ist auch der kräftige Preisanstieg an den Immobilienmärkten im Euroraum verstärkt in ihr Blickfeld gerückt. Die Bank von Japan dürfte ihre quantitativen Liquiditätsziele zwar allmählich reduzieren, angesichts der noch unsicheren Aussicht auf ein Ende der Deflation aber über den gesamten Prognosezeitraum an ihrer Nullzinspolitik festhalten. Die Leitzinsen werden im Prognosezeitraum wohl auch im Vereinigten Königreich nicht nennenswert verändert. Hier ist das neutrale Zinsniveau bereits seit geraumer Zeit erreicht und die geldpolitische Straffung auch bereits in einer deutlichen Abflachung des Anstiegs der Immobilienpreise sichtbar geworden.

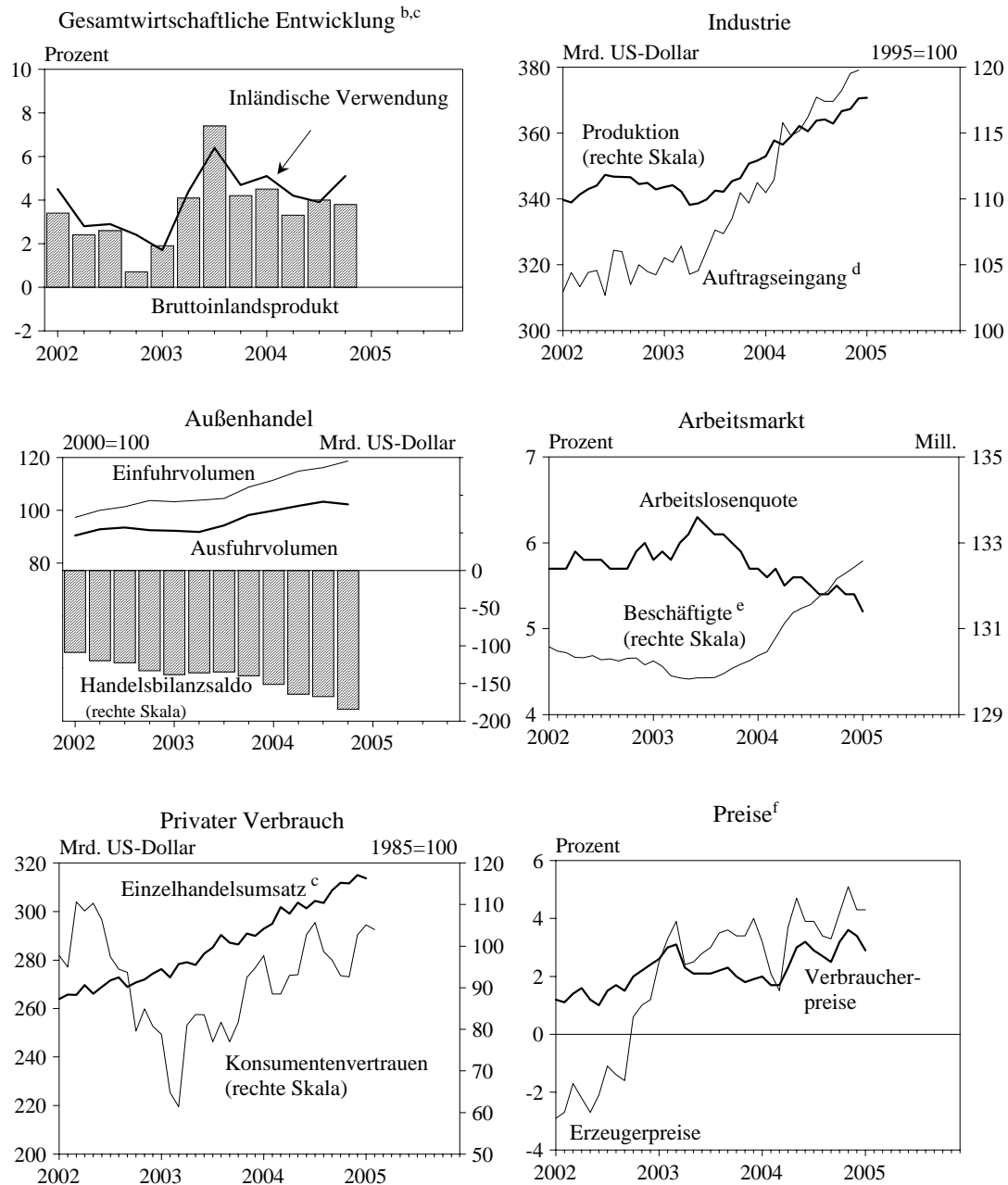
Leichte Abschwächung der Konjunktur in den Vereinigten Staaten

Die Wirtschaft in den Vereinigten Staaten expandierte im Jahr 2004 sehr kräftig. Die Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts war mit 4,4 Prozent so stark wie seit fünf Jahren nicht mehr; die Industrieproduktion erhöhte sich im Jahr 2004 zum ersten Mal seit vier Jahren wieder (plus 4,1 Prozent). Im Verlauf des Jahres war die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts, abgesehen von einer Delle im zweiten Quartal, annähernd gleichmäßig; im vierten Quartal stieg es mit einer laufenden Jahresrate von 3,8 Prozent (Abbildung 6). Während sich die Dynamik des privaten Verbrauchs etwas abschwächte, nahmen die Ausrüstungs- und Bauinvestitionen sowie die Staatsnachfrage leicht beschleunigt zu. Die Exporte wurden in deutlich geringerem Tempo ausgeweitet, die Importe zogen hingegen an. In nominaler Rechnung stieg das Handelsbilanzdefizit, auch bedingt durch den kräftigen Anstieg des Ölpreises. Im Jahr 2004 belief es sich auf 5,3 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Der Konjunkturaufschwung ist im vergangenen Jahr auf dem Arbeitsmarkt angekommen. Zum ersten Mal seit drei Jahren nahm die Zahl der Beschäftigten außerhalb der Landwirtschaft im Jahresdurchschnitt wieder zu. Auch zu Beginn des laufenden Jahres wurde ein robuster Anstieg der Beschäftigtenzahl verzeichnet. Die Arbeitslosenquote ist von 5,7 Prozent zu Beginn des vergangenen Jahres auf 5,4 Prozent im Februar 2005 gesunken. Die Inflationsrate hat sich im Verlauf des vergangenen Jahres merklich erhöht. Hierzu trug zwar der Anstieg des Ölpreises bei, doch auch die Kerninflationsrate stieg deutlich an, von 1,1 Prozent im Januar 2004 auf 2,2 Prozent im Januar 2005.

Die monetären Rahmenbedingungen sind nach wie vor als stark expansiv zu bezeichnen. Zwar hat die US-Notenbank Anfang Februar den Zielwert für die Federal Funds Rate zum sechsten Mal seit Juni 2004 um 25 Basispunkte auf nunmehr 2,5 Prozent angehoben. Der kurzfristige Realzins ist jedoch nur wenig gestiegen, gegenwärtig liegt er immer noch nahe null. Die Rendite der zehnjährigen Staatsanleihen war in den vergangenen Monaten tenden-

Abbildung 6:

Indikatoren^a zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2002–2005^aSaisonbereinigt. — ^bVeränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate. — ^cReal. —^dNominal. — ^eAbhängig Beschäftigte ohne Landwirtschaft. — ^fVeränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: OECD (2005); Federal Reserve Bank of St. Louis (2005); Conference Board (2005).

ziell abwärts gerichtet. Obwohl sie zuletzt spürbar gestiegen ist, befindet sie sich – auch real gerechnet – immer noch auf einem sehr niedrigen Niveau. Zudem hat sich der Zinsabstand zwischen Staatsanleihen und Unternehmensanleihen verringert und die Aktienkurse sind gestiegen, so dass sich die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen verbesserten. Anregungen kamen überdies vonseiten des Wechselkurses, selbst wenn der US-Dollar gegenüber wichtigen Währungen, verglichen mit den zum Jahresende 2004 erreichten Tiefständen, zuletzt wieder etwas fester notierte.

Im Prognosezeitraum dürfte die US-Notenbank angesichts der robusten Konjunktur und des immer noch sehr niedrigen Zinsniveaus weitere Zinserhöhungen vornehmen, um einem Anstieg der Inflationserwartungen vorzubeugen. Bis zum Ende dieses Jahres dürfte der Zielwert für die Federal Funds Rate auf 3,5 Prozent steigen; für 2006 erwarten wir, dass er auf 4 Prozent erhöht wird – ein Niveau, das angesichts eines neutralen Zinssatzes von schätzungsweise 5 Prozent immer noch als konjunkturanregend zu bewerten ist. Die Impulse für die Konjunktur werden aber deutlich geringer werden.

Die Fiskalpolitik wird ihren zuletzt nur noch leicht expansiven Kurs in diesem Jahr fortsetzen. Das Budgetdefizit des Bundes einschließlich der Überschüsse aus der Sozialversicherung wird – auch bedingt durch eine deutliche Zunahme der Verteidigungsausgaben – steigen, auf gut 440 Mrd. US-Dollar. In Relation zum Bruttoinlandsprodukt dürfte es damit 3,6 Prozent betragen. Im Jahr 2006 schwenkt die Finanzpolitik dann auf einen leicht restriktiven Kurs ein. Der Haushaltsplan sieht einen verringerten Ausgabenanstieg vor; in einigen Bereichen sollen die Ausgaben sogar gekürzt werden. Wesentliche Teile des Haushalts bleiben von Sparanstrengungen allerdings unberührt. So sollen die Ausgaben für Verteidigung und „home security“ ebenso wie die Ausgaben für die staatliche Rentenversicherung („social security“) sowie die Gesundheitsversorgung für ältere Menschen („medicare“) und Bedürftige („medicaid“) zum Teil deutlich steigen. Außerdem sind die Kosten für die militärischen Operationen im Irak und in Afghanistan im Budgetplan nicht enthalten. Des Weiteren lässt der Haushaltsplan außer Acht, dass bei einer angestrebten Reform der „alternative minimum tax“⁴ Einnahmeverluste anfallen dürften. Trotz all dieser Einschränkungen erwarten wir einen leichten Rückgang des

⁴Die „Alternative Minimum Tax“ (AMT) ist gewissermaßen eine zweite Einkommensteuer, welche bestimmte bei der regulären Einkommensteuer mögliche Abschreibungen und Freibeträge nicht zulässt, dafür aber einen niedrigeren Steuersatz vorsieht. Für jeden Steuerzahler wird faktisch die Steuerbelastung auf Basis beider Tarife berechnet; der höhere Wert ist die Steuerschuld. Damit soll verhindert werden, dass Personen mit hohem Einkommen ihre Steuerschuld durch das Ausnutzen von Abschreibungsmöglichkeiten zu stark drücken oder gar keine Steuern zahlen. Da die AMT im Gegensatz zur regulären Einkommensteuer nicht inflationsindexiert ist, ist in den letzten Jahren der von dieser Steuer betroffene Personenkreis stetig gestiegen, auch ist die Wirksamkeit der beschlossenen Steuervergünstigungen zunehmend durch die AMT begrenzt.

strukturellen Defizits im Fiskaljahr 2006. Auch das tatsächliche Defizit des Bundes wird zurückgehen (Tabelle 1).

Tabelle 1:

Eckdaten zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2004, 2005 und 2006

	2004				2005				2006				Jahresdurchschnitt		
	1.Q.	2.Q.	3.Q.	4.Q.	1.Q. ^a	2.Q. ^a	3.Q. ^a	4.Q. ^a	1.Q. ^a	2.Q. ^a	3.Q. ^a	4.Q. ^a	2004	2005 ^a	2006 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	4,5	3,3	4,0	3,8	3,1	2,7	2,8	2,9	3,3	3,6	3,7	3,8	4,4	3,2	3,3
Inlandsnachfrage ^b	5,1	4,2	3,9	5,1	3,3	2,8	2,9	2,9	3,2	3,4	3,4	3,5	4,8	3,6	3,2
Privater Verbrauch ^b	4,1	1,6	5,1	4,2	2,9	2,6	2,5	2,4	2,8	3,1	3,2	3,3	3,8	3,2	2,8
Staatsnachfrage ^b	2,5	2,2	0,7	1,2	3,0	2,8	2,5	2,4	2,0	2,0	1,3	1,0	2,0	2,2	2,0
Anlageinvestitionen ^{b,c}	4,8	13,9	9,7	10,7	3,6	3,8	4,7	5,3	5,8	6,0	6,2	6,4	10,5	6,6	5,7
Vorratsveränderungen ^{c,d}	1,2	0,8	-1,0	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,5	0,0	0,0
Außenbeitrag ^d	-0,8	-1,1	-0,1	-1,5	-0,4	-0,3	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	-0,6	-0,5	-0,1
Exporte ^b	7,3	7,3	6,0	2,4	9,0	7,5	7,7	8,0	8,4	8,6	8,7	8,7	8,5	6,9	8,5
Importe ^b	10,6	12,6	4,6	11,4	8,0	6,5	6,5	6,0	6,0	5,8	5,5	5,0	9,9	8,0	6,1
Verbraucherpreise ^e	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,7	2,6	3,0
Arbeitslosenquote ^f	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	5,5	5,3	5,0
Leistungsbilanzsaldo ^g	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-5,5 ^h	-5,5	-5,3
Budgetsaldo ^{g,i}	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-3,4	-3,6	-3,2

^aPrognose. — ^bReal; saisonbereinigte Quartalswerte: Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cPrivater Sektor. — ^dBeitrag zur Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt. — ^eVeränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^fIn Prozent der Erwerbspersonen. — ^gIn Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts. — ^hGeschätzt. — ⁱDes Bundes.

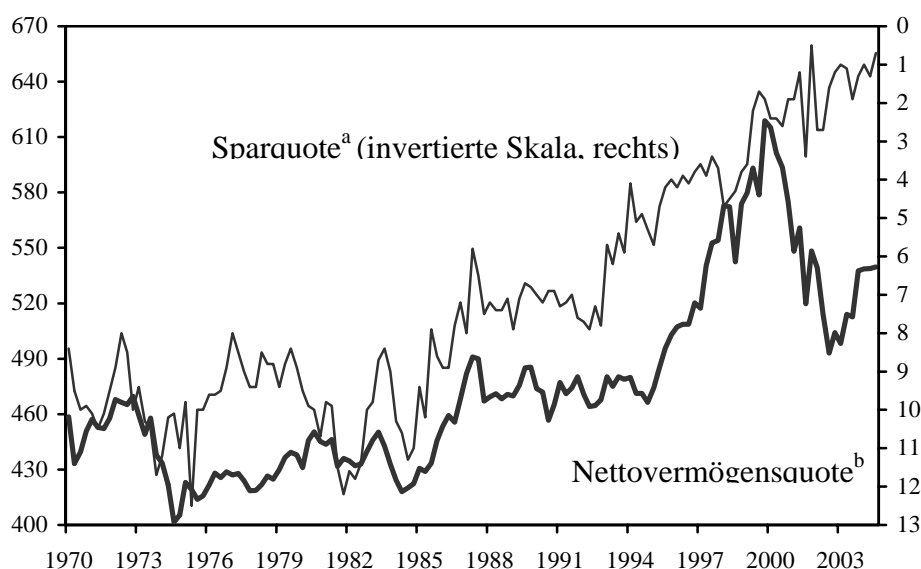
Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis (2005); Congressional Budget Office (2005); US Department of Commerce (2005); eigene Berechnungen und Prognosen.

Bei diesen wirtschaftlichen Rahmenbedingungen wird die konjunkturelle Expansion im Verlauf dieses Jahres an Tempo verlieren. Vor allem dürfte sich die Dynamik des privaten Verbrauchs allmählich abschwächen. Auf einen gedämpften Konsum der privaten Haushalte deutet auch der Rückgang der Frühindikatoren des Konsumentenvertrauens seit Jahresbeginn hin. Zwar wird der private Verbrauch über den gesamten Prognosezeitraum hinweg dadurch gestützt, dass die verfügbaren Einkommen im Zuge eines anhaltend kräftigen Beschäftigungszuwachses weiter deutlich zunehmen. Jedoch dürfte die Ausgabenexpansion durch einen Anstieg der Sparquote gebremst werden. Der Anstieg ist zum einen eine Reaktion auf die höheren Zinsen. Zum anderen ist in Anbetracht der Entwicklung der Nettovermögensquote der privaten Haushalte (Differenz zwischen Vermögen und Verbindlichkeiten in Relation zum verfügbaren Einkommen) eine Korrektur der sehr niedrigen Sparquote zu erwarten. Die Nettovermögensquote ist infolge des drastischen Rückgangs der Aktienkurse in den Jahren 2000 bis 2002 stark gesunken und hat sich seither nur leicht erholt (Abbildung 7). Die zu erwartende Reaktion der Haushalte verstärkt zu sparen, um einen angestrebten Nettovermögensstand wieder herzustellen, ist bislang jedoch ausgeblieben. Im Gegenteil: Die Sparquote gab tendenziell

noch weiter nach. So erwarten wir einen Anstieg der Sparquote, sofern sich die Nettovermögensquote nicht deutlich erhöhen sollte.

Abbildung 7:

Sparquote und Nettovermögensquote der privaten Haushalte in den Vereinigten Staaten



^aErsparnis in Prozent des verfügbaren Einkommens. — ^bDifferenz zwischen Vermögen (Finanzvermögen und Immobilienvermögen) und Verbindlichkeiten der privaten Haushalte und privaten Organisationen ohne Erwerbszweck in Relation zum verfügbaren Einkommen.

Quelle: Federal Reserve Board (lfd. Jgg.); eigene Berechnungen.

Die Expansion der Unternehmensinvestitionen wird sich angesichts weiterhin günstiger Ertragsaussichten fortsetzen. Darauf deutet die in der Grundtendenz nach wie vor aufwärts gerichtete Entwicklung der Auftragseingänge hin. Allerdings ist aufgrund des Auslaufens von Sonderabschreibungsmöglichkeiten zum Jahresende 2004 und der damit verbundenen Vorzieheffekte mit einer vorübergehend schwächeren Dynamik der Investitionen in der ersten Jahreshälfte 2005 zu rechnen. Über den gesamten Prognosezeitraum erhöhen sich mit den steigenden Zinsen die Finanzierungskosten, so dass auch im Jahr 2006 mit einer eher moderaten Ausweitung zu rechnen ist.

Die Exporte werden durch die niedrigere Bewertung des US-Dollar angeregt. Im Jahr 2006 trägt auch eine wieder rascher expandierende Auslandsnachfrage zu kräftigen Zuwächsen bei der Ausfuhr bei. Da gleichzeitig die Dynamik der Importe schwächerer wird, unter anderem bedingt durch Preiserhöhungen seitens der Importeure, wird der Außenbeitrag langsamer zurückgehen.

Alles in allem rechnen wir mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts von 3,2 Prozent im Jahr 2005 und 3,3 Prozent im Jahr 2006.

Dabei dürfte sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt angesichts sinkender Produktivitätszuwächse trotz abgeschwächtem Produktionsanstieg weiter verbessern. Allerdings ist auch eine zunehmende Erwerbsbeteiligung zu erwarten, so dass die Arbeitslosenquote nur leicht zurückgehen wird.

Die anhalten hohe Zahl an Arbeitsplatzsuchenden dürfte den Lohnanstieg bremsen, so dass die Lohnstückkosten nur wenig schneller steigen und der Inflationsdruck moderat bleibt. Der Preisauftrieb wird überdies durch einen allmählichen Rückgang des Ölpreises gedämpft. Daher wird der Anstieg der Konsumentenpreise in diesem Jahr etwas niedriger ausfallen als im Jahr 2004. Für das kommende Jahr ist jedoch auch vor dem Hintergrund einer zunehmenden Kapazitätsauslastung mit einer leichten Beschleunigung des Preisauftriebs zu rechnen.

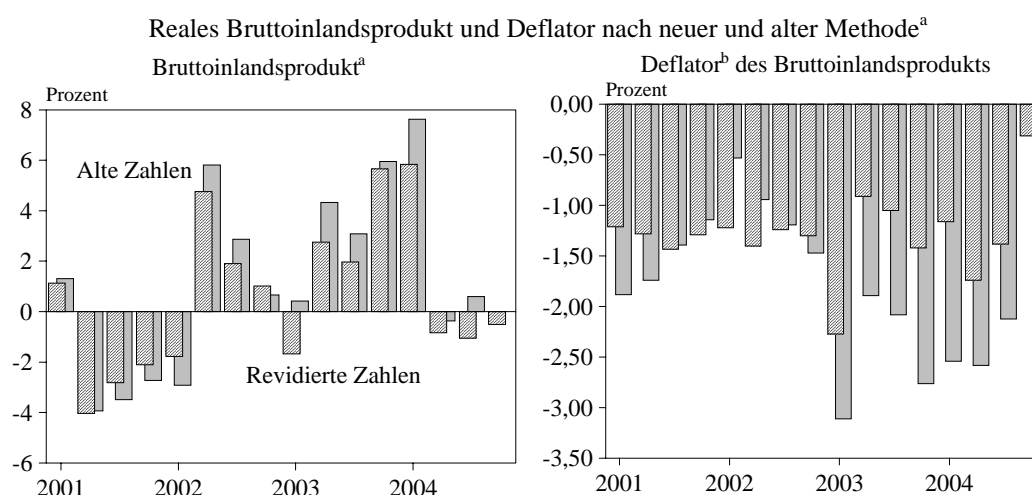
Aufschwung in Japan nur vorübergehend unterbrochen

Die Konjunktur in Japan hat sich seit dem Frühjahr 2004 merklich abgekühlt. Das Bruttoinlandsprodukt ist im Jahr 2004 zwar um 2,6 Prozent gestiegen; vor einer Revision der Zahlen zeichnete sich sogar ein noch deutlich höherer Zuwachs ab (Kasten 1). Der Anstieg ist jedoch allein auf die sehr kräftige Wirtschaftsaktivität im Winterhalbjahr 2003/2004 zurückzuführen (Abbildung 8). In den drei Quartalen danach nahm das reale Bruttoinlandsprodukt jeweils leicht ab, so dass sich Japan streng genommen sogar in einer Rezession befindet. Verglichen mit den Rezessionen in den neunziger Jahren und zu Beginn dieses Jahrzehnts sowie vor dem Hintergrund des sehr starken Anstiegs der Wirtschaftsaktivität noch zu Jahresbeginn, erscheint die konjunkturelle Flaute aber eher als Delle denn als ausgewachsene Rezession.

Der private Verbrauch, der noch zu Jahresbeginn 2004 den kräftigen Produktionsanstieg getragen hatte, hemmte nun die Binnenwirtschaft. Nach knapp zwei Prozent Zuwachs im ersten halben Jahr ging der private Konsum im zweiten halben Jahr um 1 Prozent zurück. Dazu trugen sinkende reale Einkommen und ein Anstieg der Sparquote bei. Die Arbeitslosenquote lag im Januar 2005 mit 4,5 Prozent auf ihrem niedrigsten Stand seit Anfang 1999 und das Verhältnis von Jobangeboten zu Bewerbern stieg sehr stark an. Die Zahl der Beschäftigten stagnierte im zweiten Halbjahr; im Januar deutete sich aber ein kräftiger Anstieg der Beschäftigung an.

Kasten 1:**Zur Revision der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung in Japan**

In Japan wurde die Berechnungsweise des realen Bruttoinlandsprodukts umgestellt. Zur Deflationierung war bisher ein Deflator mit festem Basisjahr (zuletzt 1995) verwendet worden, jetzt wird auf die Vorjahresmethode zurückgegriffen (Kettenindex). Wie erwartet hat dies dazu geführt, dass der Deflator in den letzten Jahren weniger stark zurückgegangen ist, als bisher ausgewiesen. Besonders stark war die Korrektur des Deflators und die damit einhergehende Überschätzung der konjunkturellen Entwicklung beim privaten Verbrauch. Dies führte dazu, dass die reale Wirtschaftsaktivität schwächer eingeschätzt werden muss; das reale Bruttoinlandsprodukt wurde deutlich reduziert. Nominal wurde hingegen kaum revidiert.



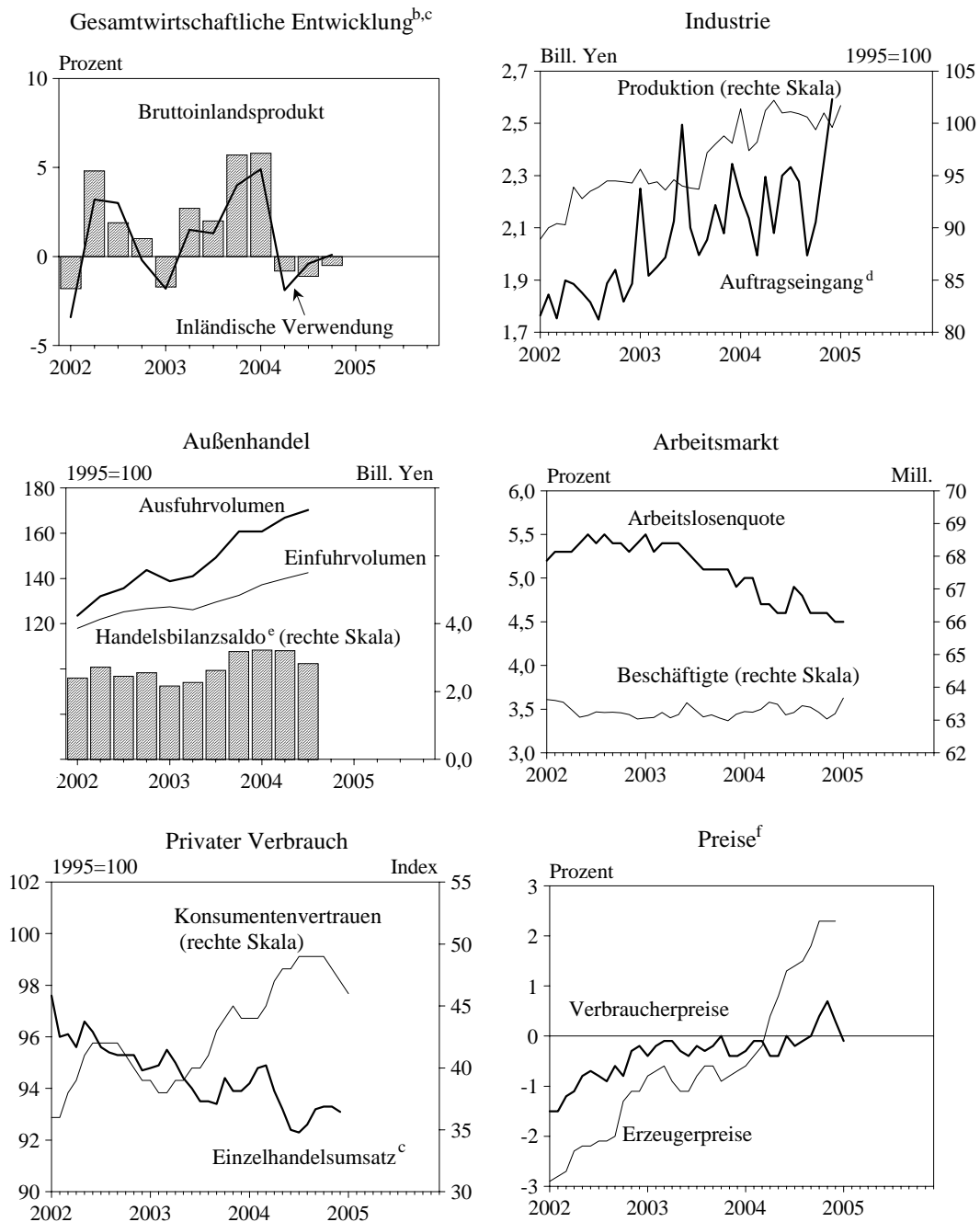
^aVeränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate, saisonbereinigt. — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Cabinet Office (2005), eigene Berechnungen.

Die Unternehmensinvestitionen sind weiterhin aufwärts gerichtet, auch wenn sich ihre Dynamik abgeschwächt hat. Die Gewinne der Unternehmen haben sich weiter verbessert und die Zahl der Unternehmenspleiten ist auf den niedrigsten Stand seit 1995 gefallen. Die Wohnungsbauinvestitionen expandierten in der zweiten Jahreshälfte 2004 sehr kräftig.

Die Außenwirtschaft bremste aufgrund einer hohen Bewertung des Yen die Wirtschaftsaktivität. Die Einfuhren legten unverändert kräftig zu. Die Ausfuhren blieben zwar weiterhin auf Expansionskurs, das Tempo der Ausweitung verringerte sich aber beträchtlich; nach rund 18 Prozent (laufende Jahresrate) im ersten Halbjahr nahmen sie im zweiten Halbjahr nur noch um etwa 4 Prozent zu. Hierin kommt vor allem ein deutlicher Rückgang der Lieferungen in die Vereinigten Staaten zum Ausdruck, während die Ausfuhren in den asiatischen Raum aufgrund der dortigen starken Konjunktur weiter rasch zunahmen.

Abbildung 8:
Indikatoren^a zur Konjunktur in Japan 2002–2005



^aSaisonbereinigt. — ^bVeränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate. — ^cReal. —

^dMaschinenbau. — ^eTeilweise geschätzt. — ^fVeränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: OECD (2005); Cabinet Office (2005).

Der Verbraucherpreisindex lag im Januar um 0,1 Prozent unter seinem Vorjahreswert. Zwar waren die Preise im vergangenen Jahr zwischenzeitlich gestiegen, doch der neuerliche Rückgang zeigt, dass die Deflation noch nicht überwunden ist. Vor diesem Hintergrund hat die japanische Zentralbank in ihrer Sitzung am 17. Februar 2005 beschlossen, die seit April letzten Jahres geltenden Richtlinien unverändert zu lassen, denn sie will die sehr lockere Geldpolitik erst dann aufgeben, wenn die Verbraucherpreise dauerhaft ihr Vorjahresniveau überschreiten. Bei unverändertem Liquiditätsziel nahm die Zentralbankgeldmenge allerdings kaum noch zu. Nachdem sie Anfang des Jahres 2004 noch zweistellige Zuwachsraten aufwies, lag sie im Februar 2005 nur noch gut 1 Prozent über ihrem Vorjahreswert. Allerdings hatte sich der Anstieg der breiter gefassten Geldmengen im selben Zeitraum leicht beschleunigt, auch wenn er mit rund 2 Prozent noch sehr niedrig ist. Dies spricht auch dafür, dass sich die strukturellen Probleme im Bankensektor gebessert haben. Der Yen hat im Verlauf des Jahres 2004 effektiv leicht aufgewertet; nach Angaben der Zentralbank gab es seit März 2004 keine Devisenmarktinterventionen mehr, um den Yen zu schwächen. Die monetären Rahmenbedingungen haben sich insgesamt leicht verschlechtert, sind allerdings weiterhin als günstig einzuschätzen. Auch für den Prognosezeitraum erwarten wir keine nennenswerte Veränderung der monetären Rahmenbedingungen.

Die Regierung ist verstärkt um eine nachhaltige Finanzpolitik bemüht. Angesichts des Schuldenstandes von etwa 160 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt und einer rasch alternden Bevölkerung ist eine Konsolidierung dringend geboten. Der Haushaltsentwurf für das Fiskaljahr 2005, das am 1. April beginnt, sieht vor, den Primärsaldo zum zweiten Mal in Folge zu erhöhen. Es ist trotz steigender Kosten für die Pflegeversicherung geplant, die gesamten Ausgaben zum ersten Mal seit drei Jahren zurückzufahren. Dies beinhaltet vor allem eine Kürzung bei den Verteidigungsausgaben, bei den öffentlichen Bauinvestitionen und den Subventionen. Sogar Bildungsausgaben sollen gekürzt werden; der Forschungsetat wird hingegen aufgestockt. Es ist allerdings fraglich, ob die ehrgeizigen Pläne vollständig umgesetzt werden. So musste Anfang Februar 2005 noch ein Nachtragshaushalt für das Fiskaljahr 2004 eingebracht werden. Insgesamt ist die Finanzpolitik weiterhin leicht restriktiv ausgerichtet. Bei Einhaltung der Konsolidierungspläne dürfte es allerdings zu positiven Vertrauenseffekten kommen, so dass die Konjunktur vonseiten der Finanzpolitik wohl kaum gedämpft wird.

Alles in allem haben sich die fundamentalen Wachstumsbedingungen verbessert. Dies spricht dagegen, dass die japanische Wirtschaft in eine langanhaltende Rezession driftet. So erwarten wir, dass sich die Wirtschaft zu Beginn dieses Jahres wieder belebt, auch wenn die Dynamik zunächst verhalten sein wird, da die Exporte noch von der Aufwertung des Yen gedämpft werden. Im weiteren Prognosezeitraum entfallen die dämpfenden Wirkungen der Aufwertung, gleichzeitig schwächt sich jedoch die Konjunktur in Asien leicht ab, so dass die Exporte mit

wenig veränderten Raten expandieren werden. Die Frühindikatoren für die Binnenwirtschaft zeichnen ein uneinheitliches Bild. Die Geschäftserwartungen und das Konsumentenvertrauen sind leicht gesunken, aber immer noch günstig. Die Auftragseingänge in der Industrie und die Neuregistrierung von Fahrzeugen sind gestiegen. Der private Verbrauch dürfte vor dem Hintergrund einer sich leicht verbessernden Arbeitsmarktlage wieder zunehmen (Tabelle 2). Gleichzeitig werden die privaten Investitionen weiter zügig ausgeweitet. Das Expansions-tempo dürfte sich im Jahr 2006 etwas verringern, wenn die Exporte aufgrund einer schwächeren Nachfrage aus dem Asienraum leicht verlangsamt steigen werden. Alles in allem dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2006 um 2,2 Prozent zunehmen, nach 1,0 Prozent in diesem Jahr. Bei den Verbraucherpreisen deutet sich eine allmähliche Normalisierung hin zu positiven Inflationsraten erst für den Verlauf des Jahres 2006 an.

Tabelle 2:

Eckdaten zur Konjunktur in Japan 2004, 2005 und 2006

	2004				2005				2006				Jahresdurchschnitt		
	1.Q.	2.Q.	3.Q.	4.Q.	1.Q. ^a	2.Q. ^a	3.Q. ^a	4.Q. ^a	1.Q. ^a	2.Q. ^a	3.Q. ^a	4.Q. ^a	2004	2005 ^a	2006 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	5,8	-0,8	-1,1	-0,5	1,6	2,2	2,6	2,4	2,3	2,0	2,0	1,9	2,6	1,0	2,2
Inlandsnachfrage ^b	4,9	-1,9	-0,4	0,1	1,7	2,0	2,4	2,4	2,3	2,1	2,0	2,0	1,8	1,1	2,2
Privater Verbrauch ^b	3,1	0,3	-0,8	-1,3	1,0	1,9	2,3	2,2	1,8	1,8	1,6	1,5	1,5	0,7	1,9
Staatsnachfrage ^b	12,7	-13,2	-0,4	1,2	1,0	0,6	0,2	0,2	0,6	0,6	0,6	0,6	-0,6	-0,3	0,5
Anlageinvestitionen ^{b,c}	-6,6	14,0	2,0	3,0	3,0	3,8	5,1	5,6	5,5	4,6	4,6	4,6	5,4	4,1	5,0
Vorratsveränderungen ^{c,d}	1,7	-1,2	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,1	0,0
Außenbeitrag ^d	1,0	1,0	-0,6	-0,6	0,0	0,3	0,3	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,8	0,0	0,1
Exporte ^b	20,2	14,8	2,6	5,1	4,0	6,0	6,0	6,0	6,0	5,0	5,0	5,0	14,4	5,4	5,6
Importe ^b	14,3	8,1	10,1	13,0	5,0	5,0	5,0	7,0	7,0	7,0	6,0	6,0	9,2	7,4	6,4
Verbraucherpreise ^e	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,0	0,0	0,2
Arbeitslosenquote ^f	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	4,7	4,6	4,4
Leistungsbilanzsaldo ^g	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,6	3,5	3,7
Budgetsaldo ^{g,h}	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-6,9	-6,6	-6,3

^aPrognose. — ^bReal; saisonbereinigte Quartalswerte: Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cPrivater Sektor. — ^dBeitrag zur Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt. — ^eVeränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^fIn Prozent der Erwerbspersonen. — ^gIn Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts. — ^hGesamtstaatlich.

Quelle: Cabinet Office (2005); OECD (2005); eigene Berechnungen und Prognosen.

Konjunktur in der Europäischen Union bleibt verhalten

Die konjunkturelle Erholung in der Europäischen Union ist im Verlauf des Jahres 2004 ins Stocken geraten. Nachdem sich die wirtschaftliche Aktivität in der ersten Jahreshälfte spürbar belebt hatte, flachte sich die Expansion nach der Jahresmitte nicht zuletzt als Folge der hohen Ölpreise wieder ab. Dabei war die neuerliche Schwäche im Euroraum angesichts der Aufwertung des Euro besonders ausgeprägt. Hingegen erwies sich die Konjunktur im Vereinigten

Königreich – ebenso wie die in Schweden – als vergleichsweise robust. Auch in den neuen Mitgliedsländern verlangsamte sich die Produktionszunahme nur leicht. Im Prognosezeitraum dürften die Ölpreise allmählich sinken. Bei annahmegemäß unveränderten Wechselkursen werden auch von dieser Seite die Belastungen für die europäische Konjunktur geringer werden. Damit dürften sich die Auftriebskräfte in der zweiten Jahreshälfte 2005 und im Jahr 2006 wieder durchsetzen. Allerdings bleibt der Produktionsanstieg auch im kommenden Jahr insgesamt mäßig, da die Impulse vonseiten der Weltkonjunktur geringer ausfallen als zuletzt.

Konjunktur im Euroraum vorerst schwach⁵

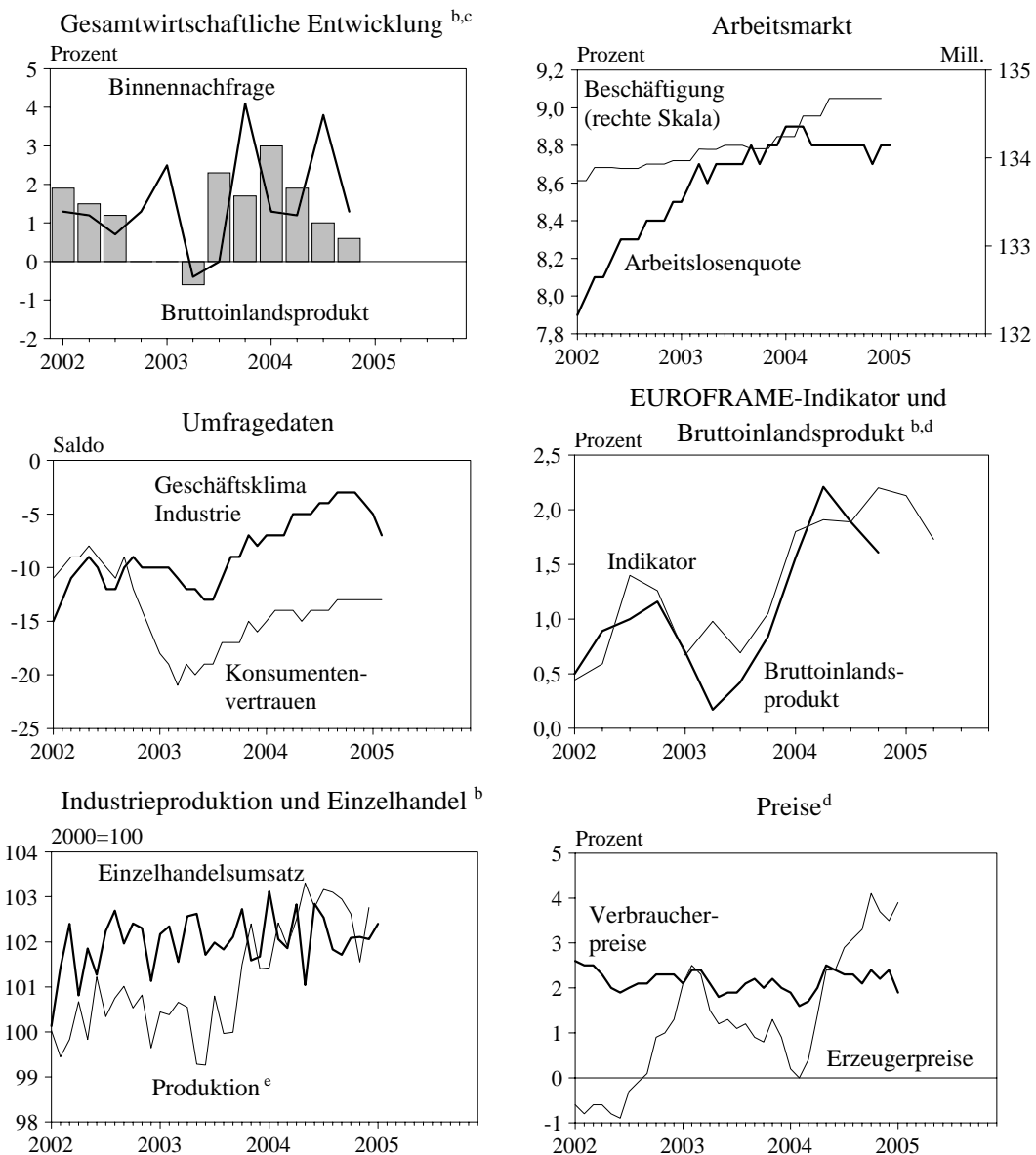
Die konjunkturelle Expansion im Euroraum hat sich in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres verlangsamt (Abbildung 9). Das reale Bruttoinlandsprodukt nahm im Verlauf des zweiten Halbjahrs 2004 annualisiert um 0,8 Prozent zu, nach einem Plus von 2,3 Prozent in der ersten Jahreshälfte. Maßgeblich für die geringe Dynamik waren die Exporte, die nach einem kräftigen Anstieg in den Quartalen zuvor in der zweiten Jahreshälfte nur wenig expandierten. Offenbar machte sich hier die zurückliegende Euroaufwertung bemerkbar. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt blieb ungünstig. Gleichzeitig beschleunigte sich der Preisauftrieb, vor allem wegen des Anstiegs der Ölpreise. Vor diesem Hintergrund weiteten die privaten Haushalte ihre Konsumausgaben nur wenig aus.

Die Europäische Zentralbank beließ angesichts der schwachen Konjunktur den Leitzins bei 2 Prozent. In realer Rechnung liegt der kurzfristige Zins nahe null; damit regt die Geldpolitik die Konjunktur stark an. Zwar hat sich der real effektive Wechselkurs erhöht, aber die Kapitalmarktzinsen sind in den vergangenen Monaten deutlich gesunken, so dass die monetären Rahmenbedingungen insgesamt nach wie vor sehr günstig sind. Angesichts einer vorerst weiter geringen konjunkturellen Dynamik erwarten wir, dass die Notenbank die niedrigen Zinsen in diesem Jahr beibehält. Erst im Verlauf des kommenden Jahres wird sie die monetären Zügel allmählich straffen, um einem Anstieg der Inflationserwartungen entgegenzuwirken.

Die Finanzpolitik wird im Euroraum im Jahr 2005 in etwa neutral ausgerichtet sein. Dabei wird das Budgetdefizit in einer Reihe von Ländern erneut über der im Stabilitäts- und Wachstumspakt vereinbarten Obergrenze von 3 Prozent liegen. Auch im kommenden Jahr dürfte die Finanzpolitik die Konjunktur weder nennenswert anregen noch dämpfen.

⁵Für eine ausführliche Analyse der Konjunktur im Euroraum siehe Benner et al. (2005).

Abbildung 9:
Indikatoren^a zur Konjunktur in Euroland 2002–2005



^aSaisonbereinigt. — ^bReal. — ^cVeränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate in Prozent. — ^dVeränderung gegenüber dem Vorjahr. — ^eIndustrie ohne Baugewerbe.

Quelle: EUROFRAME (2005); Eurostat (2005); EZB (2005b).

Die Frühindikatoren deuten darauf hin, dass das Expansionstempo der gesamtwirtschaftlichen Produktion in der ersten Jahreshälfte 2005 gering bleibt. So hat sich der von der Europäischen Kommission ermittelte Vertrauensindikator für die Industrie in den vergangenen Monaten eingetrübt, und auch der EUROFRAME-Indikator lässt nicht auf eine Beschleunigung der konjunkturellen Expansion schließen. Mit dem Nachlassen der negativen Effekte des Ölpreisanstiegs dürfte die Binnennachfrage aber nach der Jahresmitte an Schwung gewinnen. Bei

wieder günstigeren Absatz- und Ertragsperspektiven werden dann die Investitionen etwas kräftiger steigen. Die Ausfuhren werden hingegen in diesem Jahr aufgrund der starken Notierung des Euros und der allmählich nachlassenden weltwirtschaftlichen Expansion im laufenden Jahr nur moderat ausgeweitet werden und erst 2006 merklich an Dynamik gewinnen.

Alles in allem rechnen wir mit einem Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um 1,4 Prozent in diesem und um 2,0 Prozent im kommenden Jahr (Tabelle 3). Die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung wird im Verlauf des Prognosezeitraums nur geringfügig zunehmen. Der Preisauftrieb wird moderat bleiben. Nach 2,1 Prozent im Jahr 2004 dürfte der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) in diesem und im nächsten Jahr um etwas weniger als 2 Prozent steigen. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt wird sich erst im Verlauf des Jahres 2006 aufhellen. Die Arbeitslosenquote wird im Durchschnitt des kommenden Jahres 8,3 Prozent betragen, nach 8,6 Prozent in diesem Jahr.

Tabelle 3:

Eckdaten zur Konjunktur in Euroland 2004, 2005 und 2006

	2004				2005				2006				Jahresdurchschnitt		
	1.Q.	2.Q.	3.Q.	4.Q.	1.Q. ^a	2.Q. ^a	3.Q. ^a	4.Q. ^a	1.Q. ^a	2.Q. ^a	3.Q. ^a	4.Q. ^a	2004	2005 ^a	2006 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	3,0	1,9	1,0	0,6	1,7	1,3	1,7	1,9	2,1	2,3	2,2	2,1	2,0	1,4	2,0
Inlandsnachfrage ^b	1,3	1,2	3,8	1,3	1,5	1,0	1,3	1,6	1,9	2,0	2,1	1,9	2,0	1,6	1,8
Privater Verbrauch ^b	3,1	0,2	0,3	1,8	1,1	1,1	1,2	1,3	1,7	1,9	1,9	1,8	1,2	1,1	1,6
Staatsverbrauch ^b	0,9	1,6	1,5	0,7	1,5	1,3	1,3	1,2	1,3	1,3	1,3	1,1	1,6	1,3	1,3
Anlageinvestitionen ^b	-0,4	1,9	2,6	2,4	1,7	2,1	2,1	2,5	2,7	2,9	3,0	2,9	1,3	2,1	2,6
Vorratsveränderungen ^c	-0,5	0,4	2,6	-0,4	0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,5	0,3	0,0
Außenbeitrag ^c	1,6	0,7	-2,6	-0,7	0,2	0,3	0,4	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,0	-0,2	0,3
Exporte ^b	5,7	11,4	5,2	1,9	1,5	3,5	4,3	4,5	4,5	5,3	5,1	5,4	6,0	3,5	4,7
Importe ^b	1,5	10,1	13,1	3,9	1,1	2,9	3,4	3,9	4,3	5,0	4,8	4,9	6,3	4,4	4,2
Konsumentenpreise ^d	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,1	1,8	1,9
Arbeitslosenquote ^e	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	8,8	8,6	8,3
Leistungsbilanzsaldo ^f	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,7	0,4	0,8
Budgetsaldo ^{f,g}	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-2,9	-2,8	-2,5

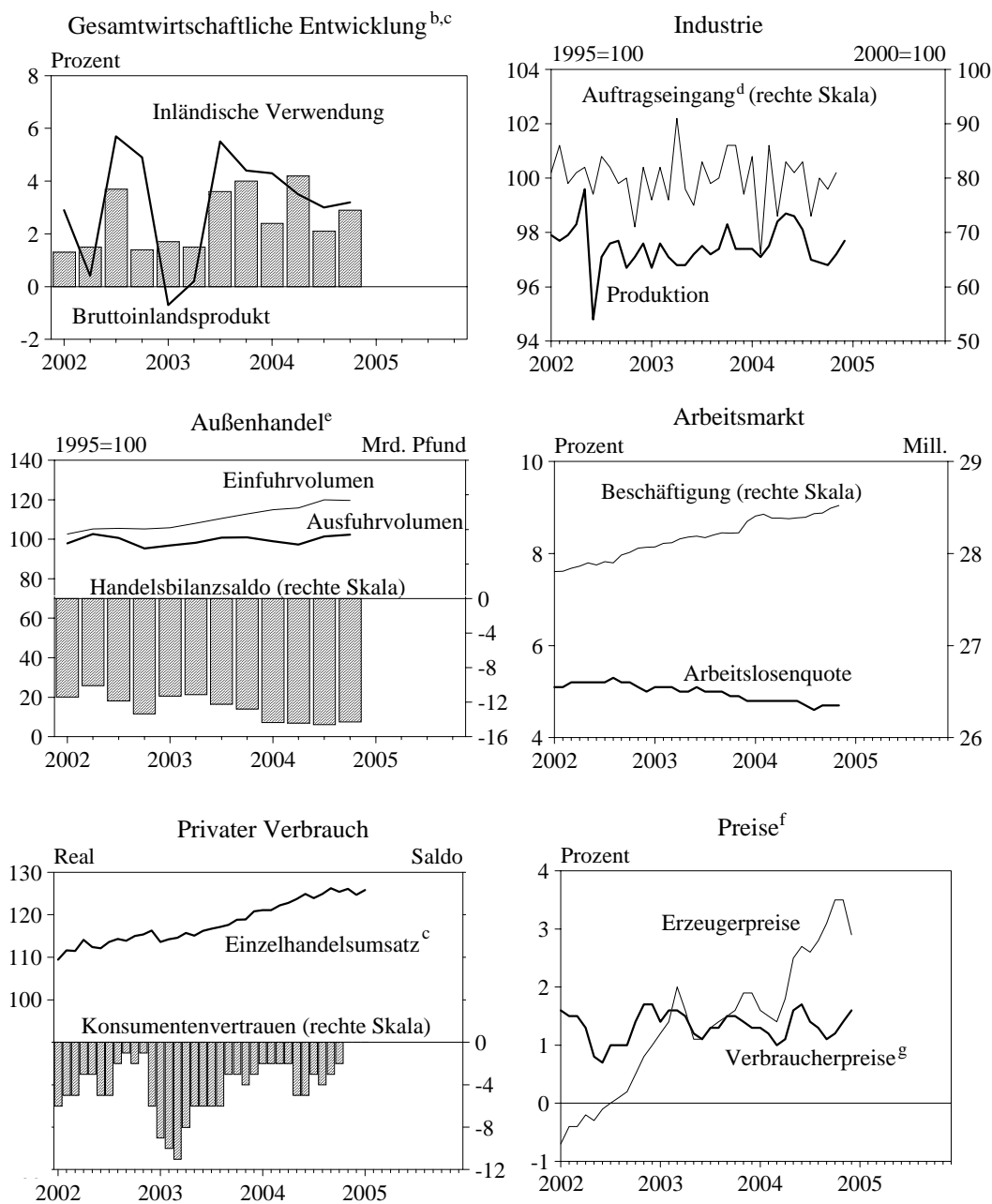
^aPrognose. — ^bReal; saisonbereinigte Quartalswerte; Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cBeitrag zur Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt. — ^dVeränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^eIn Prozent der Erwerbspersonen. — ^fIn Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts. — ^gGesamtstaatlich.

Quelle: EZB (2005); OECD (2005); eigene Berechnungen und Prognosen.

Geringfügige Verlangsamung im Vereinigten Königreich

Nach einer merklichen Abflachung im Sommer hat sich die Konjunktur im Vereinigten Königreich zum Jahresende 2004 wieder beschleunigt (Abbildung 10). Die gesamtwirtschaftliche Produktion wurde im vierten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von 2,9 Prozent ausgeweitet und stieg damit wieder etwas schneller als das Produktionspotential. Maßgeblich

Abbildung 10:

Indikatoren^a zur Konjunktur im Vereinigten Königreich 2001–2004^aSaisonbereinigt. — ^bVeränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate. — ^cReal. —^dVerarbeitendes Gewerbe. — ^eTeilweise geschätzt. — ^fVeränderung gegenüber dem Vorjahr. —^gCPI.

Quelle: Eurostat (2005); CIPS (2005); IMF (2005); OECD (2005).

für die raschere gesamtwirtschaftliche Expansion war, dass die Investitionen – vor dem Hintergrund geringer und weiter schrumpfender Kapazitätsreserven sowie einer günstigen Gewinnsituation der Unternehmen – kräftig ausgeweitet wurden. Der Anstieg des privaten Kon-

sums hat sich dagegen aufgrund der gestiegenen Zinsen, des hohen Schuldenstandes und der stark rückläufigen Vermögenszuwächse bei den Immobilien merklich verlangsamt. Die Konsumausgaben des Staates wurden angesichts der umfangreichen Programme zur Verbesserung wichtiger staatlicher Dienstleistungen abermals in hohem Tempo ausgeweitet. Der Außenbeitrag verschlechterte sich erneut, wenn auch nur leicht. Insgesamt stieg das Bruttoinlandsprodukt im vergangenen Jahr um 3,1 Prozent und damit abermals deutlich rascher als im Euroraum.

Der Arbeitsmarkt präsentiert sich weiter sehr fest, mit niedriger und in der Tendenz leicht fallender Arbeitslosigkeit und steigender Beschäftigung. Zum Jahresende lag die Arbeitslosenquote (ILO-Definition) bei 4,7 Prozent, die Rate der Empfänger von Arbeitslosenunterstützung bei 2,6 Prozent. Das Arbeitsvolumen steigt in der Tendenz seit dem Sommer kräftig. Beschäftigungszuwächse sind vor allem bei Finanz- und Unternehmensdienstleistungen sowie im öffentlichen Dienst zu verzeichnen. Trotzdem haben sich die Lohnsteigerungen im privaten Sektor, die sich seit der Mitte 2003 beschleunigt hatten, seit dem Sommer stabilisiert.⁶

Der Preisauftrieb zog – hauptsächlich aufgrund des gestiegenen Ölpreises – im vierten Quartal deutlich an, hat sich aber nach dem Jahreswechsel nicht weiter beschleunigt. Der Index der Verbraucherpreise lag im Januar mit einer Rate von 1,6 Prozent indes noch immer knapp einen halben Prozentpunkt unter dem Zielwert der Bank von England. Der Anstieg der Immobilienpreise hat sich weiter verlangsamt; die rückläufige Entwicklung der Hypothekenzusagen deutet darauf hin, dass sich die Konsolidierung am Immobilienmarkt fortsetzt. Vor diesem Hintergrund hat die Bank von England den Leitzins, die so genannte Repo-Rate, in den vergangenen Monaten bei 4,75 Prozent belassen hat, nachdem sie ihn zuletzt im August 2004 um 25 Basispunkte angehoben hatte. Die Notenbank wird den Leitzins, der sich gegenwärtig auf einem annähernd neutralen Niveau befindet, zunächst unverändert lassen und erst im späteren Verlauf des Prognosezeitraums geringfügig anheben. Angesichts der nur noch geringen und weiter schrumpfenden Kapazitätsreserven und der sehr festen Verfassung des Arbeitsmarktes wird der Inflationsdruck jedoch allmählich zunehmen, so dass sich der Verbraucherpreisauftrieb leicht beschleunigt und im Jahr 2006 annähernd den Zielwert erreicht.

Die Expansion des realen Bruttoinlandsprodukts wird sich in diesem Jahr zunächst leicht abschwächen und im kommenden Jahr dann wieder etwas beschleunigen. Der Anstieg des pri-

⁶Zur Dämpfung der Lohnanstiegs dürften neben den Arbeitsmarktreformen der Vergangenheit das Outsourcing von Produktionsaktivitäten und die reichliche Verfügbarkeit billiger Arbeitskräfte aufgrund von Immigration beigetragen haben (Bank of England, 2005: 25).

vaten Konsums wird sich im Prognosezeitraum in moderatem Tempo fortsetzen, da mit den gestiegenen Zinsen und der am Immobilienmarkt eingetretenen Beruhigung die wichtigsten Motive hinter der zuvor überaus hohen Verschuldungs- und Ausgabenbereitschaft entfallen sind. Die Investitionen werden aufgrund der bereits hohen Kapazitätsauslastung der heimischen Wirtschaft und der im kommenden Jahr zu erwartenden Belebung der Auslandskonjunktur weiter kräftig expandieren. Die Konsumausgaben des Staates werden mit Rücksicht darauf, dass die Neuverschuldung der öffentlichen Haushalte über den Konjunkturzyklus hinweg den Umfang der öffentlichen Investitionen nicht übersteigen soll, in gebremstem Tempo ausgeweitet werden. Die Finanzpolitik wird im Prognosezeitraum annähernd neutral ausgerichtet sein. Alles in allem erwarten wir einen Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts von 2,6 Prozent in diesem und 2,5 Prozent im kommenden Jahr (Tabelle 4).

Tabelle 4:

Eckdaten zur Konjunktur im Vereinigten Königreich 2004, 2005 und 2006

	2004				2005				2006				Jahresdurchschnitt		
	1.Q.	2.Q.	3.Q.	4.Q.	1.Q. ^a	2.Q. ^a	3.Q. ^a	4.Q. ^a	1.Q. ^a	2.Q. ^a	3.Q. ^a	4.Q. ^a	2004	2005 ^a	2006 ^a
Bruttoinlandsprodukt ^b	2,4	4,2	2,1	2,9	2,4	2,5	2,2	2,4	2,7	2,5	2,7	2,6	3,1	2,6	2,5
Inlandsnachfrage ^b	4,3	3,5	3,0	3,2	2,7	2,7	2,6	2,6	2,7	2,7	2,7	2,7	3,8	2,9	2,7
Privater Verbrauch ^b	4,3	3,0	2,2	1,5	2,0	2,0	2,2	2,2	2,4	2,4	2,5	2,5	3,1	2,0	2,4
Staatsverbrauch ^b	2,9	3,8	3,8	3,8	3,0	3,0	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	4,6	3,2	2,6
Anlageinvestitionen ^b	7,4	7,4	3,7	5,6	5,0	4,5	4,0	4,0	4,0	3,5	3,5	3,5	5,9	4,8	3,9
Vorratsveränderungen ^{c,d}	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	0,0	0,0
Außenbeitrag ^d	-2,0	0,5	-1,1	-0,5	-0,5	-0,3	-0,5	-0,4	-0,2	-0,3	-0,1	-0,3	-0,9	-0,5	-0,3
Exporte ^b	-6,3	8,7	4,8	8,0	3,0	3,5	3,5	4,0	4,5	5,0	5,5	5,5	2,6	4,7	4,6
Importe ^b	1,0	5,6	7,7	8,3	4,0	4,0	4,5	4,5	4,5	5,0	5,0	5,5	5,1	5,5	4,8
Verbraucherpreise ^e	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,4	1,7	1,8
Arbeitslosenquote ^f	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	4,8	4,9	4,9
Leistungsbilanzsaldo ^g	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-2,3	-2,5	-2,2
Budgetsaldo ^g	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-3,2	-3,1	-3,1

^aPrognose. — ^bReal; saisonbereinigte Quartalswerte; Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cPrivater Sektor. — ^dBeitrag zur Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt. — ^eVeränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^fIn Prozent der Erwerbspersonen. — ^gIn Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Office for National Statistics (2005); eigene Berechnungen und Prognosen.

Produktionsanstieg in den neuen Mitgliedsländern schwächt sich leicht ab

In den neuen Mitgliedsländern der Europäischen Union (EU) ist die gesamtwirtschaftliche Produktion im Jahr 2004 mit einer Rate von knapp 5 Prozent kräftig gestiegen. Getragen wurde die Konjunktur sowohl von einem verstärkten Zuwachs der Inlandsnachfrage als auch von einer regen Ausweitung der Exporte. Nach der Jahresmitte ließ das Tempo des gesamtwirt-

schaftlichen Produktionsanstiegs zwar etwas nach, doch blieb es in den meisten Ländern recht hoch. Lediglich in Ungarn zeichnet sich eine markante Abschwächung der Konjunktur ab; die Industrieproduktion ging im Dezember im Vergleich zum Vorjahr sogar zurück. Anscheinend dämpft der Verlust an Wettbewerbsfähigkeit, der sich für die ungarischen Produzenten infolge der realen Aufwertung des Forinth in den vergangenen Jahren ergeben hat, inzwischen zunehmend die wirtschaftliche Aktivität; so mehren sich Meldungen von Produktionsverlagerungen an kostengünstigere Standorte. Auch hielt die ungarische Notenbank ihre Zinsen bis in den Herbst hinein auf einem recht hohen Niveau, um das Inflationsziel trotz wenig stabilitätsorientierter Finanzpolitik zu erreichen. Die Arbeitslosigkeit verringerte sich in den meisten Ländern leicht; sie ist aber nach wie vor in einigen Ländern sehr hoch. Die Inflationsrate ist 2004 in den meisten Ländern im Vergleich zum Vorjahr merklich gestiegen. Dies lag allerdings wesentlich an temporären Einflüssen wie der Verteuerung von Energie und der Anhebung von Verbrauchsteuern und administrierten Preisen. Im Jahresverlauf gingen die Inflationsraten zumeist spürbar zurück.

Die Finanzpolitik steht in vielen neuen Mitgliedsländern vor der Herausforderung, die Budgetdefizite zu senken und die Ausgabenstrukturen, insbesondere im Rahmen der sozialen Sicherungssysteme, so umzugestalten, dass die Situation der öffentlichen Haushalte als nachhaltig bezeichnet werden kann und den Kriterien des Vertrags von Maastricht genügt, die es vor dem Beitritt zur gemeinsamen Währung zu erfüllen gilt (Gern et al. 2004). Zwar sind für dieses und das nächste Jahr im Allgemeinen keine stark restriktiven Effekte der Finanzpolitik zu erwarten, doch dürfte von dieser Seite die Nachfrage tendenziell gedämpft werden. Hingegen haben sich die monetären Rahmenbedingungen für die neuen Mitgliedsländer nach dem Beitritt zur EU merklich verbessert. Die Geldmarktzinsen sind im Verlauf des vergangenen Jahres in den meisten neuen Mitgliedsländern erheblich gesunken. Anhaltende Kapitalzuflüsse und ein daraus resultierender Aufwertungsdruck auf die Währungen erlaubten es den Notenbanken, ihre Zinsen ohne unmittelbare Stabilitätsrisiken zu senken. Zuletzt führte auch die ungarische Zentralbank ihren Leitzins deutlich zurück.

Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass die Produktion in den neuen Mitgliedsländern auch in diesem und im nächsten Jahr deutlich steigt. Die Auslandsnachfrage wird zwar angesichts der zunächst noch sehr gedämpften Konjunktur in Westeuropa und einer allmählichen Abschwächung des Produktionsanstiegs in der übrigen Welt vorerst in verlangsamtem Tempo expandieren. Doch dürfte die Inlandsnachfrage robust bleiben, da die Realeinkommen weiter deutlich zunehmen und die Investitionen weiter rasch ausgeweitet werden, wozu neben den niedrigeren Zinsen auch Investitionsanreize im Rahmen von EU-Programmen beitragen. Das reale Bruttoinlandsprodukt wird so im Jahr 2005 mit reichlich 4 Prozent immer noch doppelt so stark steigen wie in den Ländern der EU-15 (Tabelle 5). Im Jahr 2006 verbessern sich dann

Tabelle 5:

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den EU-Ländern 2004, 2005 und 2006

	Gewicht ^a	Bruttoinlandsprodukt ^b			Verbraucherpreise ^{b,c}			Arbeitslosenquote ^d		
		2004 ^e	2005 ^f	2006 ^f	2004	2005 ^f	2006 ^f	2004	2005 ^f	2006 ^f
Deutschland	21,9	1,6	0,6	1,3	1,7	1,3	1,1	9,5	9,4	9,2
Frankreich	15,9	2,3	1,7	2,3	2,3	1,6	2,3	9,6	9,5	9,0
Italien	13,4	1,1	1,0	2,0	2,3	1,7	2,0	8,0	8,1	7,9
Spanien	7,6	2,7	2,4	3,0	3,0	2,6	2,8	10,8	10,3	9,9
Niederlande	4,7	1,3	1,2	2,1	1,4	1,4	1,7	4,7	4,7	4,1
Belgien	2,8	2,7	2,2	2,5	1,9	1,6	1,9	7,8	8,0	7,7
Österreich	2,3	2,1	2,3	2,5	1,9	2,1	2,2	4,5	4,4	4,0
Finnland	1,5	3,4	2,9	3,5	0,2	0,7	1,6	8,9	8,6	8,1
Griechenland	1,6	3,9	2,8	3,8	3,0	3,5	3,2	10,3	9,5	9,3
Portugal	1,4	1,1	1,4	2,6	2,5	1,8	2,4	6,7	6,6	6,1
Irland	1,4	5,7	4,3	5,4	2,3	1,9	3,0	4,5	4,3	4,0
Luxemburg	0,2	4,4	3,4	3,3	3,2	2,3	2,8	4,2	3,8	3,5
Euroland	74,6	2,0	1,4	2,0	2,1	1,8	1,9	8,8	8,6	8,3
Vereinigtes Königreich	16,4	3,1	2,6	2,5	1,4	1,7	1,8	4,8	4,9	4,9
Schweden	2,8	3,5	2,5	2,7	1,0	1,5	1,5	6,4	6,3	6,1
Dänemark	1,9	2,2	2,0	2,0	1,0	1,7	1,8	5,4	5,2	5,0
Europäische Union 15	95,6	2,2	1,6	2,1	2,0	1,7	1,9	8,0	7,9	7,6
Polen	1,9	5,8	4,5	5,0	3,6	3,2	3,5	18,8	18,6	18,3
Tschechien	0,8	3,6	3,5	4,0	2,6	2,7	2,8	8,3	8,1	8,0
Ungarn	0,8	3,9	3,2	3,5	6,8	5,5	4,7	5,8	6,0	6,0
Slowakei	0,3	5,0	4,4	5,0	7,4	4,5	3,5	18,2	17,5	17,0
Slowenien	0,2	3,8	3,2	3,5	3,7	3,5	3	6,5	6,0	5,8
Litauen	0,1	7,0	6,5	6,0	1,1	2,5	2,5	11,2	10,8	10,3
Zypern	0,1	3,5	3,5	4,0	1,9	2,2	2,2	4,2	4,0	3,6
Lettland	0,1	7,5	6,5	6,0	6,2	4,5	3,5	10,4	9,5	9,2
Estland	0,1	6,0	5,5	5,5	3,0	2,7	2,8	9,9	9,5	9,2
Malta	0,0	1,0	1,5	1,8	2,7	3,0	2,5	8,5	8,5	8,4
Neue Mitglieds- länder	4,4	4,9	4,1	4,5	4,2	3,6	3,5	14,1	13,9	13,6
Europäische Union 25	100,0	2,4	1,7	2,2	2,1	1,8	2,0	9,0	8,9	8,6

^aAuf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2003 (Prozent). — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cHarmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — ^dStandardisierte Arbeitslosenquote (Prozent) nach dem ILO-Konzept. Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2003. — ^eTeilweise geschätzt. — ^fPrognose.

Quelle: Europäische Kommission (2004); EZB (2005); OECD (2004); eigene Berechnungen und Prognosen.

mit anziehender Konjunktur im Euroraum die außenwirtschaftlichen Rahmenbedingungen wieder, so dass sich die wirtschaftliche Expansion bei anhaltend lebhafter Inlandsnachfrage erneut beschleunigt. Die Arbeitslosigkeit wird im Prognosezeitraum weiter zurückgehen, wenn auch wegen der fortgesetzt kräftigen Produktivitätszuwächse nach wie vor nur langsam. Die Inflation wird sich nach dem Abklingen der Sondereffekte sowohl in diesem als auch im nächsten Jahr auf etwa 3,5 Prozent belaufen. Damit sind die meisten Länder der Erfüllung des Inflationskriteriums von Maastricht bereits recht nahe gekommen.

Dynamik in den Schwellenländern lässt etwas nach

Der Aufschwung der Weltwirtschaft in den vergangenen Jahren war nicht zuletzt durch einen starken Anstieg der Produktion in den Entwicklungs- und Schwellenländern geprägt. Auf breiter Front wurde außerhalb der traditionellen Industrieländer eine kräftige konjunkturelle Expansion verzeichnet: Nicht nur in Asien, wo der Boom der chinesischen Wirtschaft besonders stark auf die Region ausstrahlte, wurden hohe Zuwachsraten des realen Bruttoinlandsprodukts verzeichnet. Auch in den europäischen Schwellenländern stieg die gesamtwirtschaftliche Produktion sehr kräftig, und zwar nicht nur in Russland, sondern auch im übrigen Osteuropa, bei den EU-Beitrittskandidaten Rumänien und Bulgarien sowie in der Türkei. In Lateinamerika festigte sich die Konjunktur weiter, und selbst Afrika fügte sich weitgehend in das positive Gesamtbild ein. Viele Länder profitierten als Produzenten von der starken Nachfrage nach Rohstoffen und den gestiegenen Preisen. Hinzu kam, dass das finanzielle Umfeld außerordentlich günstig war. Bei den sehr niedrigen US-Zinsen und einem zur Schwäche neigenden US-Dollar strömte zunehmend Kapital im Rahmen von Portfolioanlagen in die Schwellenländer. Die bei internationalen Investoren reichlich vorhandene Liquidität und die hohen Anleihekurse in den Industrieländern führten dazu, dass die Bereitschaft stieg, auch in Bonds geringerer Qualität zu investieren. Dies hat zu dem ausgeprägten Rückgang der Risikoprämie auf von Schwellenländern begebene Anleihen beigetragen, der die Finanzierungslasten für diese Länder zusätzlich verringerte. Unter der Annahme, dass sich die monetären Rahmenbedingungen vonseiten des Weltkapitalmarkts im Prognosezeitraum nicht schlagartig verschlechtern, ist ein Anhalten der gesamtwirtschaftlichen Expansion außerhalb der Industrieländer in diesem und im nächsten Jahr zu erwarten, wenngleich das Tempo der Produktionsausweitung im Allgemeinen allmählich nachlassen dürfte.

Boom in China klingt nur langsam ab

Die chinesische Wirtschaft ist seit einiger Zeit eine wesentliche Triebkraft der Weltwirtschaft. Der Produktionsanstieg hatte sich im Jahr 2003 stark beschleunigt. In der Folge versuchte die Regierung, das Expansionstempo durch quantitative Kreditrestriktionen und später auch durch

eine Zinsanhebung zu drosseln, um einer Überhitzung der Wirtschaft zu begegnen. Dies gelang jedoch nur vorübergehend; in der zweiten Jahreshälfte 2004 gewann die Wirtschaft offenbar wieder an Fahrt. Insbesondere die Investitionsdynamik, nicht zuletzt im Immobiliensektor, scheint ungebrochen. Zur Beschleunigung der Expansion hat die Schwäche des US-Dollar gegenüber den übrigen großen Weltwährungen beigetragen, in deren Folge sich die internationale Wettbewerbsposition der chinesischen Produzenten verbesserte, weil der Renmimbi in einem festen Verhältnis an den Dollar gebunden ist. Um den Wechselkurs zu halten, kauft die chinesische Zentralbank seit geraumer Zeit in großem Umfang US-Dollar auf. Die chinesische Regierung versucht zwar, eine zusätzliche Ausweitung der Liquidität in der chinesischen Wirtschaft zu verhindern, doch stehen spekulative Kapitalzuflüsse in Erwartung einer bevorstehenden Aufwertung diesem Ziel entgegen.

Im vergangenen Jahr hat sich die Inflation beschleunigt. Die Verbraucherpreise, die zwischen 1999 und 2003 kaum gestiegen waren, erhöhten sich um 3,1 Prozent. Dies war allerdings zu einem erheblichen Teil Resultat vorübergehend stark erhöhter Nahrungsmittelpreise. In der Grundtendenz ist der Preisanstieg auf Verbraucherebene nach wie vor moderat. Unmittelbare Inflationsrisiken sind denn auch nicht die Hauptsorge der chinesischen Regierung. Problematisch sind zum einen Engpässe bei der Infrastruktur, die sich zunehmend bemerkbar machen. Zum anderen droht sich der Aufbau von Überkapazitäten, insbesondere im Immobiliensektor, fortzusetzen. Um eine spätere schmerzhafteste Korrektur zu vermeiden und die Konjunktur in ruhigeres Fahrwasser zu steuern, wäre eine deutliche Straffung der monetären Rahmenbedingungen erforderlich. Spürbare Zinsanhebungen bergen aber die Gefahr, dass es zu einem Einbruch am Immobilienmarkt kommt und dass Probleme im Finanzsektor virulent werden. Dies lässt die Regierung offenbar auch zögern, durch eine kräftige Aufwertung des Renmimbi – sei es durch eine Anpassung des Wechselkurses zum US-Dollar oder durch einen Übergang zu einem flexibel(er)en Wechselkurssystem⁷ – auf eine Abschwächung der Konjunktur hinzuwirken.

Für die Prognose ist angesichts der großen Unsicherheit über Art, Umfang und Zeitpunkt einer Änderung des Wechselkursregimes in China unterstellt, dass die derzeitige Parität des Renmimbi zum US-Dollar zunächst beibehalten wird und sich die Regierung im Wesentlichen auf weitere administrative Maßnahmen zur Dämpfung der Nachfrage beschränkt. Unter diesen Bedingungen dürfte sich die wirtschaftliche Dynamik nur allmählich abschwächen. Wir erwarten eine Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts um knapp 9 Prozent im laufenden und um 8,5 Prozent im kommenden Jahr (Tabelle 6). Der zugrunde liegende Preisauftrieb wird

⁷Für eine Analyse der Problematik der chinesischen Wechselkurspolitik siehe Prasad et al. (2005) sowie Diehl und Schweickert (2005).

sich in diesem Szenario weiter beschleunigen. Gleichzeitig besteht das Risiko, dass sich die Maßnahmen der Regierung als weniger effektiv erweisen als hier unterstellt und sich die Expansion der Investitionen mehr oder weniger ungebremst fortsetzt. Dann würden sich die beschriebenen Ungleichgewichte zunächst weiter verstärken, und die Wahrscheinlichkeit einer späteren „harten Landung“ nähme zu.

Tabelle 6:

Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in ausgewählten Schwellenländern und jungen Industrieländern 2003–2006 (Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in Prozent)

	Gewicht ^a	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
		2003	2004 ^b	2005 ^c	2006 ^c	2003	2004	2005 ^c	2006 ^c
Südkorea	8,9	3,1	4,7	3,8	4,2	3,5	4,5	3,5	2,5
Indonesien	5,1	4,1	4,8	4,5	4,5	6,6	6,5	6,0	6,0
Taiwan	3,6	3,2	6,0	4,5	4,5	−0,2	1,5	2,5	2,0
Thailand	3,1	7,2	6,5	5,8	5,5	1,8	2,5	2,5	2,5
Philippinen	2,4	4,5	6,0	4,0	4,0	3,1	5,0	5,0	4,5
Malaysia	1,6	5,2	7,1	5,5	5,0	1,1	1,5	1,5	1,0
Hongkong	1,1	3,2	7,5	5,0	4,5	−2,6	0,0	0,5	1,0
Singapur	0,7	1,1	8,4	5,5	4,5	0,5	1,5	1,0	1,0
Insgesamt ^d	23,4	4,1	5,7	4,6	4,5	2,8	3,8	3,6	3,2
China	43,9	9,1	9,4	8,8	8,5	1,2	3,1	2,5	3,5
Asien insgesamt ^d	67,3	7,4	8,1	7,4	7,1	1,8	3,3	2,9	3,4
Brasilien	9,6	0,5	5,0	3,8	3,9	14,7	6,6	6,5	5,5
Mexiko	6,4	1,3	4,4	3,5	3,9	4,6	4,7	4,4	3,4
Argentinien	2,9	8,7	8,8	5,5	3,4	13,4	4,4	7,9	8,2
Kolumbien	1,9	3,7	3,6	3,7	3,6	6,7	5,9	5,7	5,4
Chile	1,1	3,3	5,8	5,2	4,7	2,8	1,1	2,6	3,0
Peru	1,0	3,9	5,0	4,3	4,3	2,3	3,7	2,7	2,4
Venezuela	0,8	−9,1	17,3	5,5	3,8	31,1	21,7	17,9	16,5
Lateinamerika insgesamt ^d	23,7	1,9	5,6	4,1	3,9	10,6	5,9	6,1	5,4
Russland	8,9	7,3	7,0	6,5	5,5	13,7	10,5	11,0	9,5
Insgesamt ^d	100,0	5,8	7,2	6,1	6,0	5,2	4,9	4,8	4,6

^aGemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2003 nach Kaufkraftparitäten (Prozent). — ^bTeilweise geschätzt.
^cPrognose. — ^dAufgeführte Länder.

Quelle: IMF (2005); OECD (2005); nationale Statistiken; eigene Berechnungen und Prognosen.

Robuste Konjunktur im übrigen ostasiatischen Raum

Vor dem Hintergrund einer nur leicht verlangsamten Expansion von Produktion und Nachfrage in China dürfte die wirtschaftliche Expansion auch in den übrigen Schwellenländern Ostasiens kräftig bleiben. Eine leichte Abschwächung der Exportdynamik, die nicht zuletzt

auch durch einen moderateren Anstieg der inländischen Verwendung in den Vereinigten Staaten begründet ist, dürfte in den meisten Ländern weitgehend von der robusten Inlandsnachfrage aufgefangen werden, zumal Geld- und Fiskalpolitik zumeist eher expansiv ausgerichtet sind und die dämpfenden Wirkungen des Rohölpreisanstiegs abklingen werden. Spürbare gesamtwirtschaftliche Auswirkungen der Tsunami-Katastrophe in Indonesien und Thailand sind nicht zu erwarten. Zum einen war nur ein begrenztes Gebiet betroffen, zum anderen steht Rückgängen im Tourismus die durch umfangreiche internationale Hilfe geförderte Wiederaufbauaktivität gegenüber. Lediglich in Korea stagniert die Binnennachfrage weiterhin; hier gab es bis zuletzt keine Anzeichen, dass sich der Konsum in naher Zukunft belebt. Er wird nach wie vor dadurch belastet, dass die Haushalte bemüht sind, ihre Verschuldung zu reduzieren. Alles in allem dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt in der Region mit einer Rate von etwa 4,5 Prozent zunehmen, nach 5,7 Prozent im Jahr 2004.

Kräftiger Produktionsanstieg in Russland

Der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts in Russland hat sich kaum verlangsamt. Nach einem Zuwachs von 7,3 Prozent im Jahr 2003 dürfte er sich im vergangenen Jahr auf 7 Prozent belaufen haben. Getragen wurde die Expansion nach wie vor vom Rohstoffsektor, wo Produktion und Investitionen unter dem Eindruck der weltweiten Kapazitätsengpässe und der infolgedessen hohen Rohstoffpreise kräftig ausgeweitet wurden. Diese Entwicklung strahlte zunehmend auch auf andere Bereiche der Wirtschaft, insbesondere auf den Dienstleistungssektor und die Bauwirtschaft, aus. Hingegen stieg die Industrieproduktion zuletzt nur noch verhalten. Die Expansion des verarbeitenden Gewerbes wird mehr und mehr dadurch behindert, dass die russische Währung real und effektiv deutlich aufwertet. Bei wenig verändertem nominalen Wechselkurs hat sich die Inflation, die in den vergangenen beiden Jahren hartnäckig oberhalb von 10 Prozent verharrt hatte, zuletzt sogar wieder beschleunigt. Hierzu haben starke Kapitalzuflüsse und die enormen Einnahmen aus den Rohstoffexporten beigetragen; der Leistungsbilanzüberschuss belief sich im vergangenen Jahr erneut auf rund 8 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

Im Prognosezeitraum dürfte sich die gesamtwirtschaftliche Expansion allmählich abschwächen, auf 6,5 Prozent im laufenden und 5,5 Prozent im kommenden Jahr. Angesichts langsam zurückgehender Rohstoffnotierungen werden die Impulse von dieser Seite nachlassen. Auch wird die Notenbank die geldpolitischen Zügel wohl anziehen, um die Inflation zu dämpfen. Derzeit liegt der Refinanzierungssatz, der im Verlauf des vergangenen Jahres leicht gesenkt wurde, bei 13 Prozent und real gerechnet nur wenig über null. Die Geldmarktzinsen und die Renditen auf Staatsanleihen sind real sogar deutlich negativ.

Allmähliche Konjunkturabschwächung in Lateinamerika

Der konjunkturelle Aufschwung in Lateinamerika hat sich im Jahr 2004 weiter verstärkt und an Breite gewonnen. Die gesamtwirtschaftliche Produktion stieg in der Region bis zuletzt in raschem Tempo. Dabei nahm das reale Bruttoinlandsprodukt in allen Ländern mit Raten von mehr als 4 Prozent zu (Tabelle 6). Begünstigt wurde die Entwicklung durch die robuste Weltkonjunktur. Ferner profitierten die lateinamerikanischen Länder als Nettoexporteure von Rohstoffen von weiterhin hohen Rohstoffpreisen. Dank einer kräftigen Expansion der Exporte verbesserten sich die Handelsbilanzen weiter; die Leistungsbilanzen weisen inzwischen Überschüsse oder lediglich moderate Defizite auf. Hinzu kam, dass die Kapitalmarktzinsen weltweit niedrig blieben und die Risikoprämie, die von den Investoren für Anleihen lateinamerikanischer Länder gefordert wird, geringer wurde. Vor dem Hintergrund eines zur Schwäche neigenden US-Dollar floss in erheblichem Umfang Liquidität aus dem Ausland zu, welche nicht zuletzt dazu genutzt wurde, die Währungsreserven aufzustocken und so makroökonomische Risiken zu reduzieren. Die Verbesserung des wirtschaftspolitischen Umfeldes kommt auch darin zum Ausdruck, dass die konjunkturbedingt kräftige Zunahme der Staatseinnahmen nicht zu steigenden Ausgaben führte. In Argentinien und Venezuela war der besonders starke Anstieg der Produktion zudem auch Ausdruck der anhaltenden Erholung von den schweren Krisen der vergangenen Jahre.

Angesichts der kräftigen konjunkturellen Expansion setzte sich der Rückgang der Inflationsraten nicht weiter fort, und die Zentralbanken mussten die Inflationsziele wieder stärker ins Visier nehmen. So wurde die Geldpolitik in den vergangenen Monaten vor allem in Argentinien, Brasilien, Chile und Mexiko erheblich gestrafft. Wir erwarten, dass die Zinsen im laufenden Jahr noch etwas weiter angehoben werden. Dabei dürfte auch die Orientierung an der Zinsentwicklung in den Vereinigten Staaten eine Rolle spielen. Angesichts einer strafferen Geldpolitik und des zu erwartenden weltweiten Anziehens auch der langfristigen Zinsen dürfte sich das konjunkturelle Tempo in Lateinamerika 2005 merklich verlangsamen. Vor diesem Hintergrund wird eine reale Aufwertung der nationalen Währungen die preisliche Wettbewerbsfähigkeit heimischer Produzenten verringern und den Exportanstieg stärker verlangsamen, als es angesichts des allmählichen Verlusts an Dynamik der Weltkonjunktur ohnehin zu erwarten ist.

Der wirtschaftliche Aufschwung in Lateinamerika wird sich abschwächen, die gesamtwirtschaftliche Produktion aber weiter deutlich zunehmen. Dabei dürfte sich die wirtschaftliche Dynamik vor allem in den drei größten Volkswirtschaften und in Venezuela verringern. In Chile zeigt sich dagegen die nachhaltige Wirkung von Strukturreformen in einem stabilen Wachstum von etwa 5 Prozent bei niedriger Inflation. Einen Sonderfall stellt Peru dar: Hier

führt allein die Inbetriebnahme der Gasförderung in Camisea voraussichtlich zu einer Zunahme des Bruttoinlandsprodukts um ein Prozent. Insgesamt dürfte sich der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts der Region auf Raten von knapp 4 Prozent in diesem und etwa 3,5 Prozent im nächsten Jahr verringern. Die Rückführung der Inflationsraten, die im vergangenen Jahr ins Stocken geraten ist, wird im Verlauf dieses Jahres und 2006 wieder Fortschritte machen.

Bei dieser Prognose ist unterstellt, dass die positive Stimmung an den internationalen Finanzmärkten für Anlagen in Lateinamerika anhält. Dies ist wichtig für die makroökonomische Stabilität in diesen Ländern, da sie infolge hoher Auslandsschulden besonders anfällig für Zins- und Wechselkursschwankungen sind. Für Argentinien ist zudem der Ausgang der laufenden Umschuldungsinitiative entscheidend; der Liquiditätsbedarf Argentiniens wird in den nächsten Jahren auf durchschnittlich 5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts veranschlagt und ist ohne die Unterstützung des Internationalen Währungsfonds (International Monetary Fund, IMF) kaum zu decken. Ein weiteres Risiko besteht darin, dass bei einer Abwertung des US-Dollar der Balanceakt zwischen einer Stabilisierung der realen Wechselkurse und dem Erreichen der Inflationsziele zusätzlich erschwert wird. Unsicherheit besteht zudem darüber, ob die konsolidierungsorientierte Finanzpolitik im Prognosezeitraum fortgesetzt wird; in allen sieben Ländern finden in naher Zukunft Wahlen statt. Ein Schwenk zu einer expansiven Ausgabenpolitik könnte das Vertrauen der internationalen Anleger in die makroökonomische Stabilität nachhaltig schädigen. Auf jeden Fall besteht kaum Aussicht auf wesentliche weitere Reformfortschritte. So dürfte die strukturelle Wachstumsschwäche gegenüber den asiatischen Konkurrenten vorerst bestehen bleiben.

Ausblick: Moderatere Expansion der Weltwirtschaft

Die weltwirtschaftliche Expansion dürfte im Verlauf dieses Jahres an Fahrt verlieren, vor allem wegen einer allmählichen Abschwächung der monetären Impulse. Der verlangsamte Nachfrageanstieg dürfte zusammen mit einem zunehmenden Ausbau der Förderkapazitäten dazu beitragen, dass der Ölpreis sinkt. Selbst wenn er, verglichen mit früheren Jahren, hoch bleibt – wir unterstellen, dass er sich sukzessive auf rund 35 US-Dollar im Jahr 2006 verringert –, dürfte dies die Weltkonjunktur stützen. So erwarten wir, dass die Weltproduktion nur sehr kurzzeitig langsamer expandiert als im mittelfristigen Trend und das Expansionstempo im Verlauf des kommenden Jahres wieder leicht zulegt.

Eine Konjunkturverlangsamung erwarten wir insbesondere für die Vereinigten Staaten. Hier dürfte sich im laufenden Jahr eine Zunahme der Sparquote der privaten Haushalte ergeben.

Darauf wirken steigende Zinsen ebenso hin wie die zu erwartende Abschwächung der Vermögenszuwächse im Immobilienbereich. Der private Verbrauch wird auch dadurch gedämpft, dass die verfügbaren Einkommen nicht wie in den Vorjahren durch Steuersenkungen aufgestockt werden. Im Vereinigten Königreich wird sich die Expansionsrate des realen Bruttoinlandsprodukts ebenfalls vor allem infolge einer nachlassenden Verschuldungsbereitschaft verringern, wenn auch nur leicht. Hingegen dürfte sich die Konjunktur in Japan und im Euroraum nach einer noch recht schwachen Entwicklung zu Beginn des Jahres in der zweiten Jahreshälfte 2005 festigen, da die dämpfenden Wirkungen der Aufwertung auslaufen und die unvermindert kräftigen geldpolitischen Anregungen die Binnennachfrage zunehmend beleben. In den Industrieländern insgesamt wird sich der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts in diesem Jahr auf 2,2 Prozent belaufen, eine Rate, die etwas geringer ist als das Trendwachstum. Im kommenden Jahr dürfte der Produktionsanstieg mit 2,6 Prozent etwa so hoch sein wie im mittelfristigen Trend (Tabelle 7). Der Verbraucherpreisanstieg schwächt sich nicht zuletzt dank wieder fallender Rohstoffpreise leicht ab. Die Arbeitslosigkeit verändert sich in diesem Jahr kaum; im kommenden Jahr geht sie etwas zurück.

Tabelle 7:

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Industrieländern 2004, 2005 und 2006

	Gewicht ^a	Bruttoinlandsprodukt ^b			Verbraucherpreise ^{b,c}			Arbeitslosenquote ^d		
		2004	2005 ^e	2006 ^e	2004	2005 ^e	2006 ^e	2004	2005 ^e	2006 ^e
Euroland	30,9	2,0	1,4	2,0	2,1	1,8	1,9	8,8	8,6	8,3
Europäische Union 25	41,4	2,4	1,7	2,2	2,1	1,8	2,0	9,0	8,9	8,6
Schweiz	1,0	1,7	1,3	1,8	1,0	0,7	0,6	4,3	4,2	4,0
Norwegen	0,7	3,5	2,8	2,6	0,6	1,2	1,5	4,4	4,2	4,1
West- und Mitteleuropa	43,1	2,4	1,7	2,2	2,0	1,8	1,9	8,9	8,7	8,4
Vereinigte Staaten	39,1	4,4	3,2	3,3	2,7	2,6	3,0	5,5	5,3	5,0
Japan	15,0	2,6	1,0	2,2	0,0	0,0	0,2	4,7	4,6	4,4
Kanada	2,7	2,8	2,7	3,0	1,8	1,8	2,0	7,2	7,0	6,7
Länder insgesamt	100,0	3,2	2,2	2,6	2,0	1,8	2,1	7,1	6,9	6,6

^aAuf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2003 (Prozent). — ^bVeränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^cWest- und Mitteleuropa (außer Schweiz): Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — ^dStandardisierte Arbeitslosenquote (Prozent) nach dem ILO-Konzept. Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2003. — ^ePrognose.

Quelle: Eurostat (2005); OECD (2004); OECD (2005); eigene Berechnungen und Prognosen.

Außerhalb der Industrieländer verliert die wirtschaftliche Expansion ebenfalls an Tempo; sie bleibt aber kräftig. Wir erwarten, dass die chinesische Wirtschaft, gebremst durch weitere vorwiegend administrative Restriktionsmaßnahmen, im Prognosezeitraum in etwas verlangsamtem Tempo, aber nach wie vor mit erheblicher Dynamik expandiert; in diesem Fall dürfte auch der Produktionsanstieg im übrigen asiatischen Raum nur leicht an Fahrt verlieren. Die Expansion der Wirtschaft in Lateinamerika wird sich etwas deutlicher verlangsamen (Tabelle 8). Hier kommt zu einer Verschlechterung der monetären Rahmenbedingungen, die vor allem durch den Anstieg der US-Zinsen bedingt ist, hinzu, dass die Produktion in Argentinien und in Venezuela nach der sehr starken Zunahme im Zuge der Erholung von den tiefen Rezessionen zuvor nunmehr wohl in moderaterem Rhythmus ausgeweitet wird. In Russland schließlich laufen die Impulse des starken Anstiegs der Ölpreise allmählich aus und die dämpfenden Wirkungen der real effektiven Aufwertung gewinnen an Gewicht. Aber auch hier bleibt der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts recht kräftig. Alles in allem wird die Weltproduktion im laufenden Jahr mit 4,0 Prozent immer noch etwas stärker zunehmen, als im mittelfristigen Trend. Im kommenden Jahr wird das Expansionstempo geringfügig höher liegen. Der Welthandel steigt nicht mehr ganz so rasch wie im vergangenen Jahr, als er sich mit zweistelliger Rate erhöhte. Mit 8 Prozent in diesem und 7,5 Prozent im nächsten Jahr bleiben die Zuwächse freilich beträchtlich.

Tabelle 8:

Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in der Welt 2003–2006 (Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in Prozent)

	Bruttoinlandsprodukt ^a				Verbraucherpreise ^a			
	2003	2004 ^b	2005 ^c	2006 ^c	2003	2004 ^b	2005 ^c	2006 ^c
Weltwirtschaft	3,8	4,9	4,0	4,2	3,6	3,2	3,3	3,4
darunter:								
Industrieländer	2,0	3,2	2,2	2,6	1,9	2,0	1,8	1,9
Ostasien ^d	4,1	5,7	4,6	4,5	2,8	3,8	3,6	3,2
China	9,1	9,4	8,9	8,5	1,2	3,1	2,5	3,5
Lateinamerika	1,9	5,6	4,1	3,9	10,6	5,9	6,1	5,4
Russland	7,3	7,0	6,5	5,5	13,7	10,5	11,0	9,5
<i>Nachrichtlich:</i>								
Welthandelsvolumen	5,0	10,5	8,0	7,5	.	.	.	.

^aGewichtet gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2003 nach Kaufkraftparität. — ^bTeilweise geschätzt. — ^cPrognose. — ^dOhne China und Japan.

Quelle: IMF (2005); OECD (2005); eigene Berechnungen und Prognosen.

Der Prognose liegt die Erwartung zugrunde, dass es der Regierung in China gelingt, die überschäumende Nachfrage allmählich zu dämpfen, ohne dass es zu einem starken Rückgang der wirtschaftlichen Dynamik kommt. Eine „sanfte Landung“ ist freilich schwer herbeizuführen, und sowohl eine ungebremste Fortsetzung des Booms als auch ein deutlicher Rückgang der Expansionsrate bilden ein Risiko. Im ersten Fall würde sich die weltweite wirtschaftliche Dynamik zunächst nur wenig abschwächen, doch die Stabilitätsrisiken würden zunehmen, auch weil sich Anspannungen an den Rohstoffmärkten weiter verschärfen würden. Im zweiten Fall würde eine wesentliche Triebkraft der Weltwirtschaft weitgehend fortfallen, was die gesamte Weltkonjunktur spürbar in Mitleidenschaft ziehen würde.

Ein wichtiges Risiko für die Weltwirtschaft liegt nach wie vor in den unvermindert zunehmenden außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten. Das Leistungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten belief sich zuletzt auf reichlich 5,5 Prozent des Bruttoinlandsprodukts, seine Finanzierung erfordert den überwiegenden Teil der in anderen Teilen der Welt überschüssigen Ersparnis. Bei der hier prognostizierten Entwicklung wird sich das US-Leistungsbilanzdefizit in Relation zum Bruttoinlandsprodukt lediglich stabilisieren; in absoluten Größen steigt es sogar weiter. Vor diesem Hintergrund besteht die Gefahr, dass das Außenhandelsungleichgewicht zu einer weiteren starken real effektiven Abwertung des US-Dollar führt, die angesichts der wohl allenfalls graduell veränderten Politik der asiatischen Notenbanken vermutlich abermals vor allem durch eine Aufwertung des Euro herbeigeführt werden würde. Während Wechselkursverschiebungen wesentlich in einer Umverteilung des weltwirtschaftlichen Wachstums – hier zu Lasten des Euroraums – resultieren, wären die negativen Auswirkungen auf die Weltkonjunktur gravierender, sollten die Anleger zum Ausgleich für das Abwertungsrisiko eine Prämie verlangen und auf einen deutlichen Anstieg der Kapitalmarktzinsen in den Vereinigten Staaten hinwirken.

Literatur

- Ash, J.C.K., J.Z. Easaw, S.M. Hearvi und D.J. Smyth (2002). Are Hodrick-Prescott "Forecasts" Rational? *Empirical Economics* (27): 631–643.
- Bank of England (2005). Inflation Report. February. London. Via Internet (16. Februar 2005) <<http://www.bankofengland.co.uk/inflationreport/ir05feb.pdf>>.
- Benner, J., D. Borbély, K.-J. Gern, C. Kamps, A. Kuhn, B. Sander und J. Scheide (2003). Durchgreifende Erholung der Weltkonjunktur nochmals verzögert. *Die Weltwirtschaft* (1): 1–30.
- Benner, J., K.-J. Gern, A. Kamps, F. Oskamp, B. Sander und J. Scheide (2004). Weltkonjunktur überschreitet Höhepunkt. *Die Weltwirtschaft* (3): 1–30.
- Benner, J., K.-J. Gern, C.-P. Meier und J. Scheide (2005). Euroland: Nur moderate Erholung. *Die Weltwirtschaft* (1). (In Vorbereitung.)
- Cabinet Office (2005). Quarterly Estimates of GDP. Via Internet (26. Februar 2005) <<http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/menu.html>>.
- CIPS (The Chartered Institute of Purchasing & Supply) (2005). PMI Monthly Reports. Stanford.
- Conference Board (2005). Consumer Confidence. Via Internet (28. Februar 2005) <<http://www.conference-board.org/economics/consumerConfidence.cfm>>.
- Congressional Budget Office (2005). Historical Budget Data. Via Internet (28. Februar 2005) <<http://www.cbo.gov>>.
- Diehl, M., und Schweickert, R. (2005). Monetary Management of Transition in China – Balancing Short-Run Risks and Optimality. Kiel Discussion Papers. Institut für Weltwirtschaft, Kiel. (In Vorbereitung.)
- EUROFRAME (2005). *Eurogrowth Indicator*. Via Internet (28. Februar 2005) <<http://www.euro-frame.org>>.
- Europäische Kommission (2004). Economic Forecasts. Autumn. *European Economy* (5).
- Eurostat (2005). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2005). *Monatsbericht*. Februar. Frankfurt am Main.
- Federal Reserve Bank of St. Louis (2005). Federal Reserve Economic Database. Via Internet (28. Februar 2005) <<http://www.research.stlouisfed.org/fred/>>.
- Federal Reserve Board (lfd. Jgg.). Flows of Funds Accounts of the United States. Washington.
- Gern, K.-J., F. Hammermann, R. Schweickert und L. Vinhas de Souza (2004). European Monetary Integration After EU Enlargement. Kiel Discussion Papers, 413. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Greenspan, A. (2005). Testimony before the Committee on Banking, and Urban Affairs, U.S. Senate. February 16, 2005. Via Internet (2. März 2005) <<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/hh/2005/february/testimony.htm>>.

- IMF (International Monetary Fund) (2003). *World Economic Outlook*. April. Washington, D.C.
- IMF (International Monetary Fund) (2005). *International Financial Statistics*. Februar. Washington, D.C.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2004). *Labour Force Statistics 1982–2002*. August. Paris.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2005). *Main Economic Indicators*. Februar. Paris.
- Office for National Statistics (2005). Via Internet (1. März 2005) <<http://www.statistics.gov.uk/default.asp>>.
- Prasad, E., T. Rumbaugh, und Q. Wang (2005). Putting the Cart Before the Horse? Capital Account Liberalization and Exchange Rate Flexibility in China. *IMF Policy Discussion Paper* 05/01.
- US Department of Commerce (2005). Bureau of Economic Analysis: National Economic Accounts. Via Internet (28. Februar 2005) <<http://www.bea.doc.gov/bea/dn/home/gdp.htm>>.