

Benner, Joachim et al.

Article — Digitized Version

Robuste 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) : Robuste Weltkonjunktur, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 3, pp. 249-287

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/3722>

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.

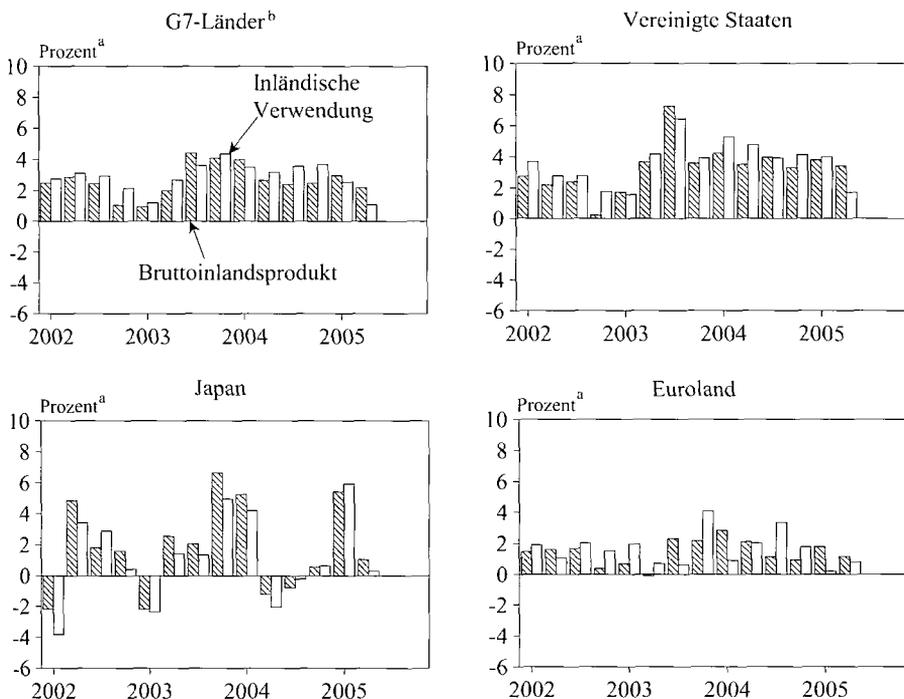
If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

Robuste Weltkonjunktur

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

Die weltwirtschaftliche Expansion setzte sich im bisherigen Verlauf des Jahres trotz der nochmaligen Verteuerung des Rohöls in recht kräftigem Tempo fort; die Produktion dürfte weiterhin ähnlich stark zugenommen haben wie im mittelfristigen Trend. In den Industrieländern blieb die Zuwachsrate des realen Bruttoinlandsprodukts im zweiten Quartal zwar merklich hinter dem Ergebnis des ersten Vierteljahres zurück (Abbildung 1), doch verbirgt sich dahinter keine Verlangsamung der konjunkturellen Grundtendenz. Vielmehr machte sich ein kurzfristiger Lagerzyklus bemerkbar. Vor allem in den Vereinigten Staaten

Abbildung 1:
Konjunkturelle Entwicklung in den großen Industrieländern 2002–2005



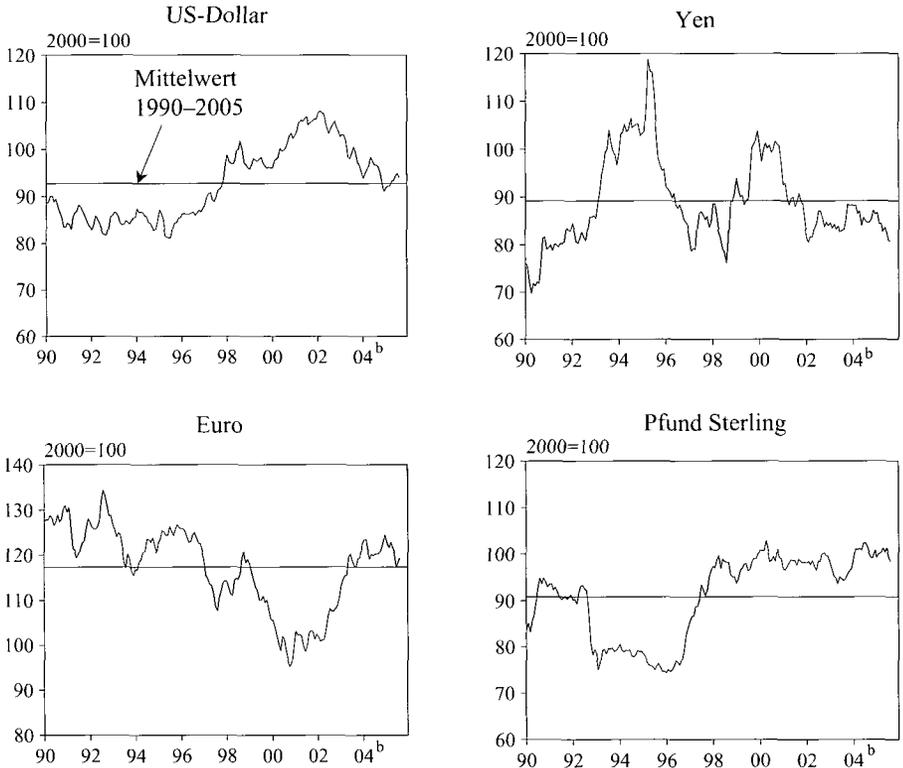
^a Veränderung gegenüber dem Vorquartal (Jahresrate). — ^b Vereinigte Staaten, Japan, Kanada, Deutschland, Frankreich, Italien und Vereinigtes Königreich.

Quelle: OECD (2005a); eigene Berechnungen.

und in Japan drückte eine Korrektur bei den Lagerdispositionen den Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts. Die Endnachfrage belebte sich hier hingegen sogar und nahm recht lebhaft zu. Deutlich verhaltener verläuft die Konjunktur in Europa: Im Euroraum nahm die Produktion weiter mit Raten leicht unterhalb des Potentialwachstums zu. Im Vereinigten Königreich geriet die langjährige konjunkturelle Expansion ins Stocken; im Verlauf des ersten Halbjahrs ging die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung spürbar zurück. Lediglich in den neuen Mitgliedsländern der Europäischen Union (EU) blieb die Produktion ungeachtet der schwächelnden Nachfrage in Westeuropa nach der Jahreswende deutlich aufwärts gerichtet. Der Preisauftrieb war in den Industrieländern weiter ausgesprochen ruhig, vor allem wenn man berücksichtigt, dass von den Energiepreisen erhebliche Teuerungsimpulse ausgingen. Entsprechend den Unterschieden in der konjunkturellen Dynamik besserte sich die Lage am Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten und in Japan weiter, während sie in Euroland schlecht blieb.

Abbildung 2:

Realer effektiver Wechselkurs^a der wichtigsten Weltwährungen 1990–2005



^a Auf Basis der Verbraucherpreise. — ^b Ab Juni 2005: eigene Schätzung.

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

Außerhalb der Industrieländer stieg die Produktion insgesamt zügig, wenn auch zumeist nicht mehr mit den hohen Raten, die im vergangenen Jahr verzeichnet worden waren. Dabei differenzierte sich das Konjunkturbild zunehmend, weil sich die Verschlechterung wichtiger weltwirtschaftlicher Rahmenbedingungen – insbesondere der Ölpreisanstieg, aber auch das Anziehen der amerikanischen Notenbankzinsen und der wieder festere US-Dollar (Abbildung 2) – unterschiedlich auswirkte. In einzelnen Ländern wurde zudem die Geldpolitik gestrafft, um die Inflationsrisiken zu verringern.

Nach wie vor expandiert insbesondere die chinesische Wirtschaft sehr stark. Allerdings sind inzwischen Zeichen für eine beginnende Abkühlung erkennbar; die Binnennachfrage stieg zuletzt deutlich langsamer als die gesamtwirtschaftliche Produktion. In der Folge hat sich der Außenhandelsüberschuss Chinas kräftig erhöht. Gleichzeitig blieb die Nachfrage in den Vereinigten Staaten Hauptmotor der Weltkonjunktur, so dass sich die globalen Ungleichgewichte – gemessen an den Leistungsbilanzsalden der großen Wirtschaftsräume – in der Tendenz weiter vergrößert haben.

Fortgesetzte Expansion trotz rekordhoher Ölpreise?

Angesichts des drastischen Anstiegs des Ölpreises, der seit knapp einem Jahr auf immer neue Rekordstände klettert, hat sich das Tempo der Ausweitung der Weltproduktion überraschend wenig abgeschwächt. In diesem Abschnitt wird den Ursachen für die Widerstandsfähigkeit der konjunkturellen Auftriebskräfte nachgegangen. Zunächst soll jedoch eine kurze Analyse der Lage an den Rohstoffmärkten erfolgen, aus der unsere Annahme für die Preisentwicklung im Prognosezeitraum abgeleitet wird.

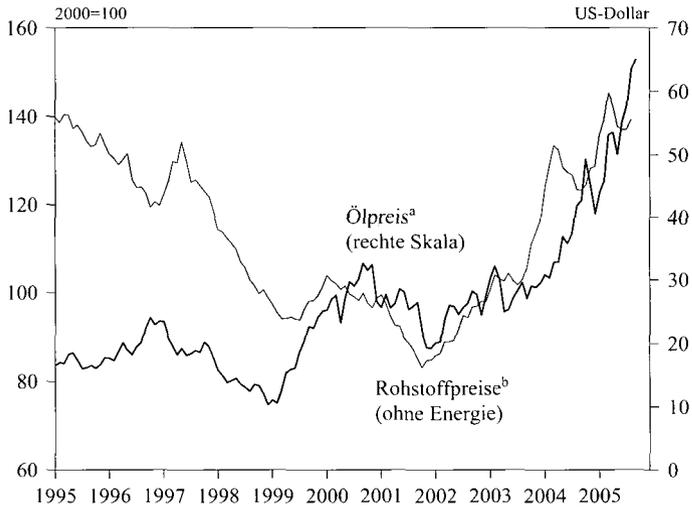
Erneuter Preisschub beim Rohöl

Die moderatere Expansion der Weltkonjunktur hat nicht, wie vielfach erwartet, dazu geführt, dass sich die Lage am Ölmarkt entspannt hat. Der Preis für ein Fass Rohöl der Sorte Brent ist im Laufe des Jahres 2005 vielmehr weiter kräftig gestiegen. Nachdem der Ölpreis im Herbst des vergangenen Jahres in der Spitze die 50-Dollar-Marke überstiegen hatte, sank er zum Jahresende 2004 zwar kurzzeitig wieder auf unter 40 US-Dollar (Abbildung 3). Doch seit Beginn des Jahres sind die Notierungen nahezu kontinuierlich geklettert; sie erreichten im August den Stand von rund 65 US-Dollar. Diese Entwicklung unterscheidet sich von der bei Industrierohstoffen, wo sich das Preisniveau seit dem Jahresende 2004 nach und nach verringert hat. Weiterhin besteht eine historisch sehr hohe Auslastung der Förderkapazitäten ebenso wie der Raffineriekapazitäten. Die hohen Preise haben bislang noch nicht dazu geführt, dass in verstärktem Maße zusätzliche Produktionskapazitäten an den Markt gekommen sind. Dies ist nicht zuletzt bedingt durch die lange, zumeist mehrtjährige Dauer der Verwirklichung solcher Investitionsvorhaben.

In dieser Situation kann auch ein verhaltenerer Anstieg der Nachfrage zu einer zusätzlichen Anspannung der Marktlage führen; die Prämie, die zu zahlen

Abbildung 3:

Ölpreis und Rohstoffpreise (ohne Energie) 1995–2005



^a Spotpreis Sorte Brent, London. — ^b HWWA-Index.

Quelle: International Petroleum Exchange (über Thomson Financial Datastream); HWWA (2005).

ist, um das Risiko von unerwarteten Produktionsausfällen abzugelten, bleibt angesichts kurzfristig kaum vorhandener Reservekapazitäten hoch, und der Markt reagiert bei ungünstigen Nachrichten mit starken Preisanstiegen. Dies zeigte sich jüngst, als deutlich wurde, dass der Hurrikan „Katrina“ die Ölförderung und die Ölverarbeitung in den Vereinigten Staaten zeitweise empfindlich beeinträchtigen würde. Der Ölpreis sprang sofort über die 70 Dollar-Marke, ermäßigte sich aber wieder, als die Regierung bekannt gab, auf ihre Ölreserven zurückgreifen zu wollen. Auf der anderen Seite geht die Ausweitung der Produktion seit geraumer Zeit über den tatsächlichen Verbrauchszuwachs hinaus; die Lager, die Anfang des vergangenen Jahres ein historisch sehr niedriges Niveau erreicht hatten, konnten deutlich aufgestockt werden und sind inzwischen sogar relativ umfangreich. Ein Umschwung bei den Lagerdispositionen könnte verbunden mit einer stetigen Ausweitung der Produktion schon im Prognosezeitraum zu einem deutlichen Absacken des Preises für Rohöl führen.

Scheinbar nur geringer Effekt auf die Weltkonjunktur

Vor dem Hintergrund der großen Spanne der unter plausiblen Annahmen denkbaren Preisentwicklungen legen wir der Prognose einen vom derzeitigen (hohen) Stand aus unveränderten Rohölpreis zugrunde. Der Ölpreis würde damit im kommenden Jahr mit 65 US-Dollar sein Niveau in diesem Jahr nochmals um knapp 10 Dollar übersteigen (Tabelle 1). In diesem Jahr liegt der Preis um nahezu 20 Dollar höher als ein Jahr zuvor. Und bereits in den Jahren 2003 und 2004 war

Tabelle 1:

Rahmendaten für die Konjunkturprognose 2004, 2005 und 2006

	2005				2006				2004	2005	2006
	1.Q.	2.Q.	3.Q. ^a	4.Q. ^a	1.Q. ^a	2.Q. ^a	3.Q. ^a	4.Q. ^a	Jahresdurchschnitt		
Kurzfristige Zinsen											
Vereinigte Staaten											
(Fed Funds Rate)	2,3	2,8	3,3	3,8	4,4	4,8	4,8	4,8	1,3	3,1	4,7
Japan (Tagesgeldzins)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Euroland (3-Monatszins)	2,1	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,4	2,1	2,2	2,3
Wechselkurs											
US-Dollar/Euro	1,31	1,27	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25	1,24	1,27	1,25
Yen/US-Dollar	105	105	111	110	110	110	110	110	108	108	110
Ölpreis (Brent)											
in US-Dollar	47,8	51,4	63,0	65,0	65,0	65,0	65,0	65,0	38,0	56,8	65,0
HWWA-Index											
für Industrierohstoffe	147,6	143,0	140,0	137,0	135,0	134,0	134,0	134,0	128,2	141,9	134,3

^a Prognose.

Quelle: HWWA (2005); IMF (2005); Federal Reserve Bank of St. Louis (2005); EZB (2005c); eigene Prognosen.

Tabelle 2:

Terms-of-Trade-Effekt durch Ölpreisveränderungen in großen Industrieländern 1999–2005^a

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005 ^b
Vereinigte Staaten	0,18	0,58	-0,16	-0,02	0,30	0,37	0,83
Japan	-0,41	0,15	0,69	-0,15	-0,16	0,30	0,98
Euroland	0,26	0,77	-0,16	0,03	0,20	0,36	1,00
Deutschland	0,12	0,78	-0,20	0,01	0,33	0,35	1,11

^a Veränderung der Nettoimporte von Öl und Ölprodukten sowie von Erdgas bereinigt um Mengenveränderungen in Prozent des Bruttoinlandsprodukts. — ^b Prognose.

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

ein deutlicher Preisanstieg zu verzeichnen. Der Terms-of-Trade-Verlust, den die Industrieländer im Zuge des Ölpreisanstiegs in den Jahren 2003–2005 hinnehmen mussten, beläuft sich insgesamt auf reichlich 1,5 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (Tabelle 2).¹ Gleichzeitig ergeben sich freilich Terms-of-Trade-Gewinne für die Ölexportländer, deren zusätzliche Einnahmen teilweise für Importe verwendet werden und so die Nachfrage in den Ölimportländern

¹ Dabei ist berücksichtigt, dass ein Anstieg der Ölrechnung, der lediglich darauf beruht, dass sich die Importmenge erhöht hat, nicht als „Ölschock“ gewertet werden kann. Daher wurden in jedem Jahr die Mengenänderungen (bewertet zu Preisen des Vorjahres) herausgerechnet.

stützen. Auch können sich zinssenkende Wirkungen am Weltkapitalmarkt ergeben, wenn Öleinnahmen zunächst angelegt werden. Nach Modellrechnungen führt ein Anstieg des Ölpreises um 10 Dollar gleichwohl zu einer Dämpfung des Produktionsanstiegs in den Industrieländern um $\frac{1}{4}$ bis $\frac{1}{2}$ Prozent; in den Schwellenländern ist der Effekt wegen der höheren Energieintensität der Produktion zumeist sogar noch erheblich höher.² Es gibt allerdings Hinweise darauf, dass sich das Recycling der Öleinnahmen in den letzten Jahren beschleunigt hat (Barrell und Pomerantz 2004; EZB 2005b; Deutsche Bundesbank 2005), so dass die dämpfenden Wirkungen des Ölpreisanstiegs derzeit von daher etwas geringer sein dürften, als von den Modellrechnungen nahegelegt wird. Auch beinhalten die Modellrechnungen in der Regel einen Anstieg der Notenbankzinsen in Reaktion auf den beschleunigten Preisantrieb, der bislang nicht zu beobachten war. Dies wirkt ebenfalls auf im Vergleich zu den Modellergebnissen geringere Effekte hin.

Anhaltende Impulse durch die weltwirtschaftliche Integration Chinas

Vor dem Hintergrund des sehr starken Anstiegs der Ölpreise erscheint die konjunkturelle Entwicklung der Weltwirtschaft als ausgesprochen robust. So wurde noch vor einem Jahr die Marke von 50 US-Dollar je Barrel als kritisch angesehen, deren Überschreitung eine rezessive Entwicklung der Weltwirtschaft wahrscheinlich machen würde (z.B. Roach 2004). Gegenwärtig ist dagegen von einer Rezession ungeachtet der zwischenzeitlich abermals deutlich gestiegenen Ölnotierungen kaum die Rede.

Ein wichtiger Grund dafür, dass die weltwirtschaftliche Expansion kräftig blieb, ist die anhaltend starke Wachstumsdynamik in China. Die Zunahme der Produktion trug zwar wesentlich zum kräftigen Nachfrageanstieg an den Rohstoffmärkten und damit zu dem drastischen Preisanstieg für Rohstoffe bei. Der Boom in China ist aber gleichzeitig verbunden mit der Integration der chinesischen Wirtschaft in die Weltwirtschaft. Seit Jahren gehen hiervon starke Impulse auf den Welthandel aus. Die Expansion des Außenhandels Chinas war im Zeitraum von 1999 bis 2004 für 11 Prozent der Zunahme des gesamten Welthandels verantwortlich. Im gleichen Zeitraum hat sich der Anteil Chinas am Welthandel von 2,9 Prozent auf 5,9 Prozent etwa verdoppelt. Die starke Dynamik von Produktion und Nachfrage in China ist somit nicht nur eine Ursache für den Anstieg der Rohstoffpreise, sondern sie ist auch mit verantwortlich dafür, dass die Weltwirtschaft die hohen Preise für Rohöl und andere Rohstoffe vergleichsweise gut verkraftet.

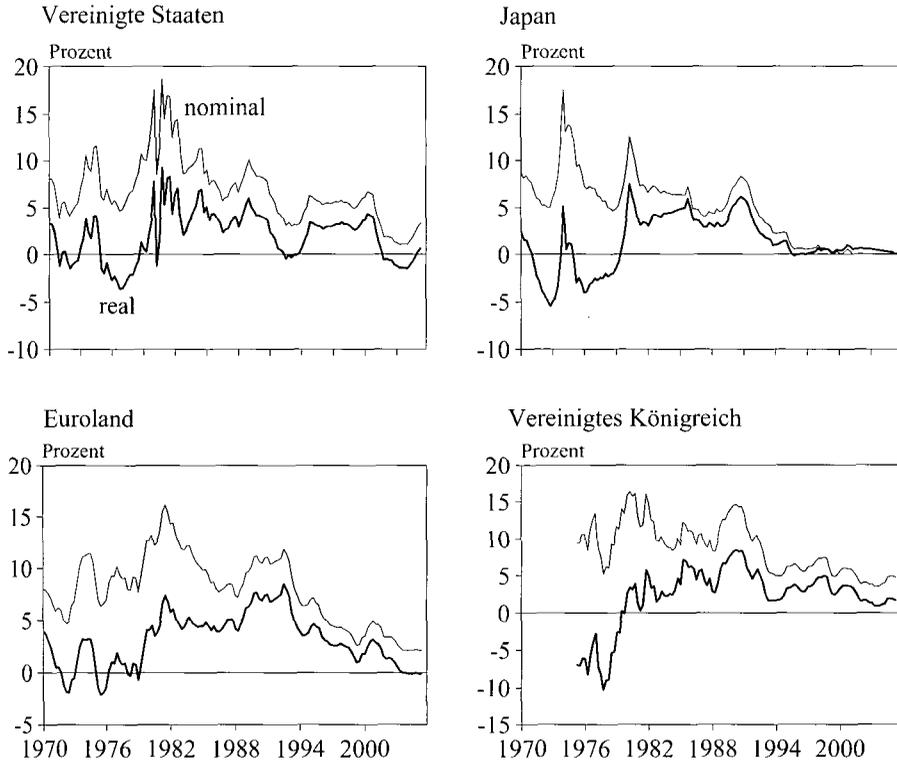
Sehr günstige monetäre Rahmenbedingungen stützen die Konjunktur

Im Unterschied zu der Situation während der Ölpreisschübe in den 1970er Jahren und auch während des Ölpreisanstiegs im Jahr 1990 wird die Konjunktur in den Industrieländern derzeit durch ausgesprochen günstige monetäre Rahmenbedingungen gestützt. Waren damals die Notenbanken bereits vor dem

² Vgl. Hierzu auch die Analyse in Benner et al. (2004: 229–232).

Abbildung 4:

Kurzfristige Zinsen^a in ausgewählten Industrieländern nominal und real 1970–2005



^a Zinssatz für 3-Monatsgeld; real: abzüglich Inflationserwartungen approximiert durch die Hodrick-Prescott-gefilterte Anstiegsrate des Verbraucherpreisindex gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: OECD (2005a)

Anstieg der Ölpreise auf einen restriktiven Kurs gegangen, um einer konjunkturellen Überhitzung zu begegnen und einen deutlich beschleunigten Preisauftrieb zu bekämpfen,³ so ist unter den großen Industrieländern derzeit lediglich im Vereinigten Königreich die Geldpolitik nicht als expansiv ausgerichtet einzuschätzen. In den Vereinigten Staaten hat die Fed zwar vor rund einem Jahr begonnen, ihre Zinsen sukzessive – um inzwischen immerhin 250 Basispunkte – anzuheben, doch sind sie real gerechnet immer noch sehr niedrig (Abbildung 4). Die Europäische Zentralbank (EZB) hat sogar ihren Leitzins bis zuletzt auf dem niedrigen Niveau von 2 Prozent belassen. Die kurzfristigen Realzinsen liegen im

³ Tatsächlich ist der konjunkturelle Wendepunkt für die Vereinigten Staaten sowohl für 1973 als auch für 1990 auf Zeitpunkte vor Auftreten des jeweiligen Ölshocks zu datieren. Ein kausaler Zusammenhang von Ölshock und Rezession ist somit zweifelhaft (Barsky und Kilian 2004).

Euroraum nach wie vor bei Null; für Deutschland ergibt sich wegen der etwas geringeren Inflationsrate ein leicht positiver Realzins.⁴ Auch die Bank von Japan hat ihren Kurs unverändert fortgesetzt. Bei Geldmarktzinsen, die weiterhin bei null liegen, ist der Realzins infolge der abklingenden Deflation in der Tendenz sogar leicht gesunken.

In den Vereinigten Staaten blieben die langfristigen Zinsen ungeachtet des Anstiegs der Geldmarktzinsen bis zuletzt im historischen Vergleich sehr niedrig; auch in Japan veränderten sich die Kapitalmarktrenditen wenig, im Euroraum gingen sie sogar in der Tendenz weiter zurück (Abbildung 5). Eine Ursache für das anhaltend niedrige Zinsniveau ist, dass die Inflationserwartungen nach wie vor sehr gering sein dürften.⁵ Den Notenbanken ist es in den vergangenen beiden Jahrzehnten offenbar gelungen, die Inflationserwartungen dauerhaft zu reduzieren, indem sie mehrfach ihre Entschlossenheit demonstrierten, im Fall einer nachhaltigen Verstärkung des Preisauftriebs rasch und durchgreifend zu reagieren. Gedämpft werden die Inflationserwartungen wohl auch durch die Integration des immensen Produktionspotentials der chinesischen Wirtschaft in die Weltwirtschaft. Sie hat zu einer Zunahme der Wettbewerbsintensität an den Gütermärkten geführt und die Preiserhöhungsspielräume für einen Großteil der handelbaren Güter erheblich eingeschränkt. An den Arbeitsmärkten trug dies zu sehr moderaten Lohnabschlüssen bei; so haben sich in den Vereinigten Staaten die Reallöhne bis zuletzt kaum erhöht, obwohl die Beschäftigung seit inzwischen mehr als einem Jahr kräftig zunimmt und die Arbeitslosenquote auf rund 5 Prozent gesunken ist, eine Rate, die etwa Normalauslastung am Arbeitsmarkt anzeigt. In der Folge ist der Inflationsdruck in den Industrieländern trotz einer langen Phase sehr expansiver Geldpolitik und ungünstiger Einflüsse vonseiten der Rohstoffpreise nach wie vor gering, und vor allem ist bis zuletzt kein Anziehen der Inflationserwartungen erkennbar.

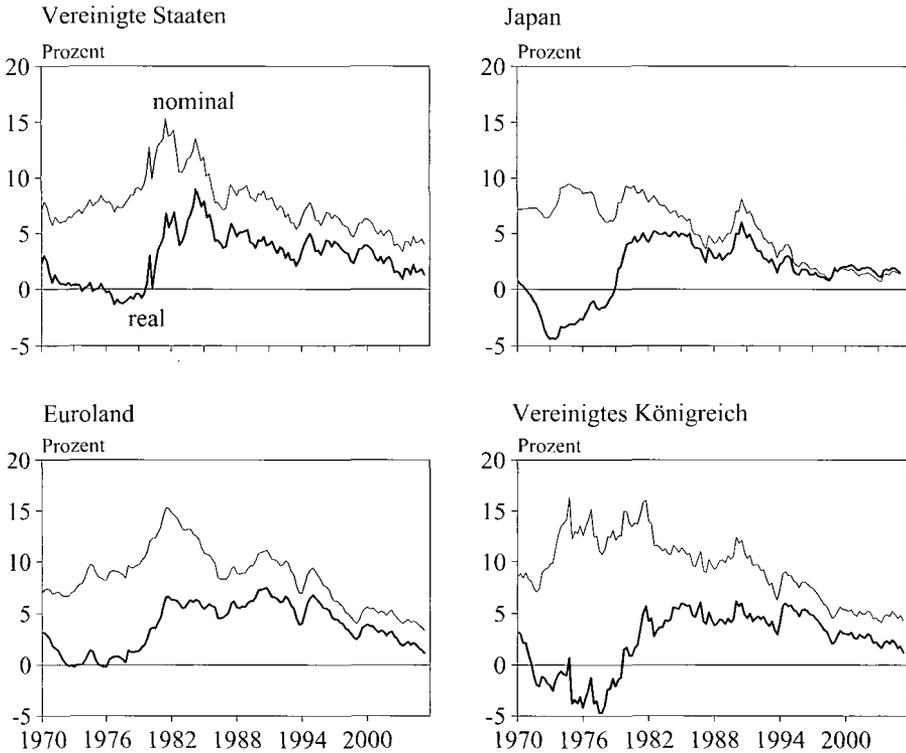
Die starke Ausweitung der weltweiten Liquidität, die mit den extrem niedrigen US-Zinsen in den vergangenen Jahren verbunden war, ist freilich nicht ohne Wirkung geblieben. So führte die Suche der Anleger nach attraktiven Renditen angesichts von realen Geldmarktzinsen nahe oder unter null dazu, dass sich die Nachfrage nach weniger liquiden und riskanteren Anlageformen erhöhte. Während die Inflation bei den Güterpreisen gering blieb, stiegen insbesondere

⁴ Realzinsen sind Nominalzinsen abzüglich der Inflationserwartungen, die aber nicht direkt beobachtbar sind. In der Regel verwenden wir für die Approximation der kurzfristigen Inflationserwartungen die Kernrate der Inflation, für die der längerfristigen Inflationserwartungen die reale Rendite, die sich aus der Bewertung von inflationsindexierten Staatsanleihen ergibt. Da die Zeitreihe der Kerninflation nicht für alle Länder ausreichend lang ist und inflationsindexierte Bonds erst seit wenigen Jahren und auch nicht in allen hier betrachteten Ländern gehandelt werden, gehen wir an dieser Stelle anders vor. Die Realzinsen werden hier berechnet als Nominalzinsen abzüglich des Anstiegs der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahr, der mittels eines Hodrick-Prescott-Filters geglättet wurde. Eine solchermaßen geglättete Inflationsrate kann als Annäherung an die Inflationserwartungen betrachtet werden (Ash et al. 2002).

⁵ Für eine Diskussion der Entwicklung bei den langfristigen Zinsen vgl. Benner et al. (2005a: 3–8).

Abbildung 5:

Langfristige Zinsen^a in ausgewählten Industrieländern nominal und real 1970–2005



^a Rendite für Staatsanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit; real: abzüglich Inflationserwartungen approximiert durch die Hodrick-Prescott-gefilterte Anstiegsrate des Verbraucherpreisindex gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: OECD (2005a).

die Preise für Anleihen weltweit kräftig, und in einer Reihe von Ländern, nicht zuletzt in den Vereinigten Staaten selbst, erhöhten sich die Immobilienpreise stark. Günstigere Finanzierungsbedingungen und die positiven Wirkungen des Anstiegs der Vermögenswerte auf die Konsumneigung stützten die Konjunktur in den Industrieländern in den vergangenen Jahren erheblich. Besonders spürbar war dies in den Vereinigten Staaten und bis vor kurzem im Vereinigten Königreich,⁶ aber auch in einigen Ländern des Euroraums.

⁶ Der Preisanstieg bei Wohnimmobilien ist im Vereinigten Königreich bereits im Verlauf des vergangenen Jahres zum Stillstand gekommen, nachdem die Bank von England auf einen neutralen Kurs umgeschaltet hatte. Dies hat zu der deutlichen konjunkturellen Abkühlung beigetragen.

Monetäre Straffung über kurz oder lang erforderlich

Entscheidend für die Geldpolitik ist es, ein Anziehen der Inflationserwartungen zu vermeiden. Die Korrektur von Inflationserwartungen ist ein langwieriger Prozess, der in der Vergangenheit mit hohen Kosten in Form von Verlusten an Output und Beschäftigung verbunden war. Auch eine Inflation, die sich (zunächst) im Wesentlichen auf die Vermögenswerte beschränkt, birgt Gefahren. Zum einen kann es schließlich doch zu einem Übergreifen auf die Gütermärkte kommen, wenn die Konjunktur durch die positiven Vermögenseffekte hinreichend stark stimuliert wird. Zum anderen kann sich der Anstieg der Vermögenspreise früher oder später als Blase erweisen, deren Platzen ebenfalls erhebliche gesamtwirtschaftliche Kosten nach sich zieht.⁷

Fraglich ist, wie lange die Geldpolitik auf einem expansiven Kurs bleiben kann, ohne dass sich die Inflationserwartungen schließlich doch verstärken. In diesem Zusammenhang ist der Begriff des neutralen oder „natürlichen“ Realzins von Bedeutung. Darunter wird gemeinhin der (kurzfristige) Realzins verstanden, der vereinbar ist mit stabiler Inflation und der Produktion auf dem Potentialpfad.⁸ Unterschreitet (überschreitet) der tatsächliche Realzins den natürlichen Realzins, wird die Produktion angeregt (gedämpft), so dass sie schneller (langsamer) steigt als das Produktionspotential. In der Folge führt ein dauerhaftes Unterschreiten des natürlichen Zinses zu einer akzelerierenden Inflation, während ein dauerhaft zu hoher Realzins in die Deflation mündet. Daraus folgt, dass die Notenbank ihren Zins so steuern sollte, dass er real dem natürlichen Zins (immer) entspricht.

Der praktische Nutzen dieser Anweisung ist allerdings begrenzt, da der natürliche Realzins kaum zu messen ist und unter dem Einfluss einer Vielzahl von Faktoren im Zeitablauf schwankt. Zu den wichtigsten Einflussfaktoren zählen die Zeitpräferenzrate der Konsumenten und die Präferenzen bezüglich ihres Arbeitsangebots, das Produktivitäts- und das Bevölkerungswachstum, die Fiskalpolitik sowie institutionelle Gegebenheiten der Finanzmärkte (EZB 2005a: 61–74); auch die Geldpolitik beeinflusst den natürlichen Realzins dadurch, dass sie die Inflationsrisikoprämie mitbestimmt (Bernhardsen 2005). Der neoklassischen Wachstumstheorie folgend muss der Realzins mindestens der Wachstumsrate des realen Produktionspotentials (pro Kopf) entsprechen. Hinzu kommt bei längerfristigen Anlagen eine Liquiditätsprämie und gegebenenfalls eine Risikoprämie. Bei der Schätzung des Potentialwachstums kommen aber in der Regel Verfahren zum Einsatz, die kurzfristige Fluktuationen nicht erfassen können. In der Folge wird auch der natürliche Zins zumeist als relativ konstant ermittelt. In dem Modellrahmen von Woodford (2003) lässt sich zudem zeigen, dass die Fluktuationen des natürlichen Realzinses und des Produktionspotentials nicht in jedem Fall gleich gerichtet sind (Gern et al. 2003: 84–87).

⁷ Beispiele sind die Entwicklung in Japan in den neunziger Jahren und nach dem Immobilienboom in Ostdeutschland.

⁸ Das Konzept des natürlichen Realzins geht zurück auf den schwedischen Ökonomen Wicksell (1907). Erweitert um Inflationserwartungen (Humphrey 1975) bildet es eine Basis der modernen Sichtweise der Geldpolitik (vgl. z.B. Woodford 2003; für eine knappe Darstellung siehe Gern et al. 2003: 81–91).

Einen Hinweis darauf, ob der natürliche Zins gerade über- oder unterschritten ist, könnte die Preisentwicklung geben, da ein kurzfristiger Realzins unterhalb des natürlichen Zinses auf einen Anstieg der Kapazitätsauslastung und somit eine Beschleunigung des Preisauftriebs hinwirkt. Insofern ist das Konzept des Inflation Targeting eine Konsequenz der Wicksellschen Zinstheorie.⁹ Allerdings sind auch die aktuelle Entwicklung der Inflationserwartungen und des Output Gap nicht direkt beobachtbar und nur mit erheblicher Unsicherheit erfassbar; hinzu kommt die Problematik langer und variabler Wirkungsverzögerungen.

Empirische Schätzungen des natürlichen Realzinses werden mit sehr unterschiedlichen Methoden vorgenommen. Eine einfache Vorgehensweise, den natürlichen Realzins durch die Bildung langjähriger Durchschnitte anzunähern, birgt die Gefahr erheblich verzerrter Ergebnisse, wenn Perioden mit instabiler Inflation enthalten sind. Schätzungen mithilfe von Zeitreihenmodellen können diesen Mangel mindern, die Ergebnisse sind aber dennoch mit erheblicher Unsicherheit behaftet. Schätzungen mittels Strukturmodellen kommen zu modellspezifischen Ergebnissen, die angesichts der notwendigerweise sehr unvollständigen Abbildung der Wirklichkeit ebenfalls ein großes Maß an Unsicherheit aufweisen müssen. Einen Hinweis auf die Höhe des natürlichen Realzinses geben schließlich die realen Renditen langlaufender inflationsindexierter Anleihen.

Ein Blick auf die Ergebnisse von Schätzungen mit unterschiedlicher Methodik zeigt allerdings ein relativ einheitliches Bild. Der natürliche Realzins ist offenbar sowohl in den Vereinigten Staaten als auch im Euroraum in den vergangenen Jahrzehnten in der Tendenz gesunken. Der aktuelle Wert wird zumeist auf eine Größenordnung von 2 bis 3 Prozent geschätzt.¹⁰ Angesichts eines erheblich stärkeren Produktivitätswachstums und eines höheren Bevölkerungswachstums in den Vereinigten Staaten ist zu vermuten, dass der neutrale Zins dort etwas höher ist als in Euroland. Ein Blick auf den gegenwärtigen kurzfristigen Realzins, der zurzeit in Euroland bei null und in den Vereinigten Staaten bei 1 Prozent liegt, zeigt, dass trotz aller Unsicherheit wohl davon ausgegangen werden kann, dass die Notenbankzinsen sowohl im Euroraum als auch in den Vereinigten Staaten derzeit unter ihrem neutralen Niveau liegen. Angesichts eines nur noch geringen Output Gaps in den Vereinigten Staaten erscheint es vor dem Hintergrund dieser Überlegungen angemessen, die Zielrate für die Federal Funds Rate zunächst zügig weiter zu erhöhen. Im Euroraum legt die anhaltend niedrige Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten nahe, dass eine stimulierende Geldpolitik noch für einige Zeit zu rechtfertigen ist, bevor die EZB ein neutrales Zinsniveau ansteuern sollte. Vor dem Hintergrund der langen Phase sehr expansiver Geldpolitik sollte bedacht werden, dass nicht nur eine zu starke Erhöhung des Realzinses unnötige Kosten in Form einer konjunkturellen Abschwächung

⁹ Auch das Konzept der Geldmengensteuerung ist aus demselben theoretischen Ansatz abgeleitet (Humphrey 1975). Dabei ist eine stabile Beziehung zwischen Geldmengenausweitung und wirtschaftlicher Aktivität und damit letztlich der Inflation unterstellt, die freilich in der Praxis nicht hinreichend gegeben ist.

¹⁰ Für eine Übersicht über die Ergebnisse aktueller Schätzergebnisse siehe Bernhardsen (2005) und EZB (2005a: 61–74).

verursacht, sondern auch ein „Verfehlen“ des natürlichen Zinses nach unten beträchtliche negative Folgen haben kann. Der Verlust des Ankers stabiler Inflationserwartungen würde eine Phase höherer Zinsen erforderlich machen – zum einen um die Inflationserwartungen wieder zu brechen, zum anderen weil der neutrale Realzins infolge eines höheren Inflationsrisikos zunächst vermutlich steigen würde.

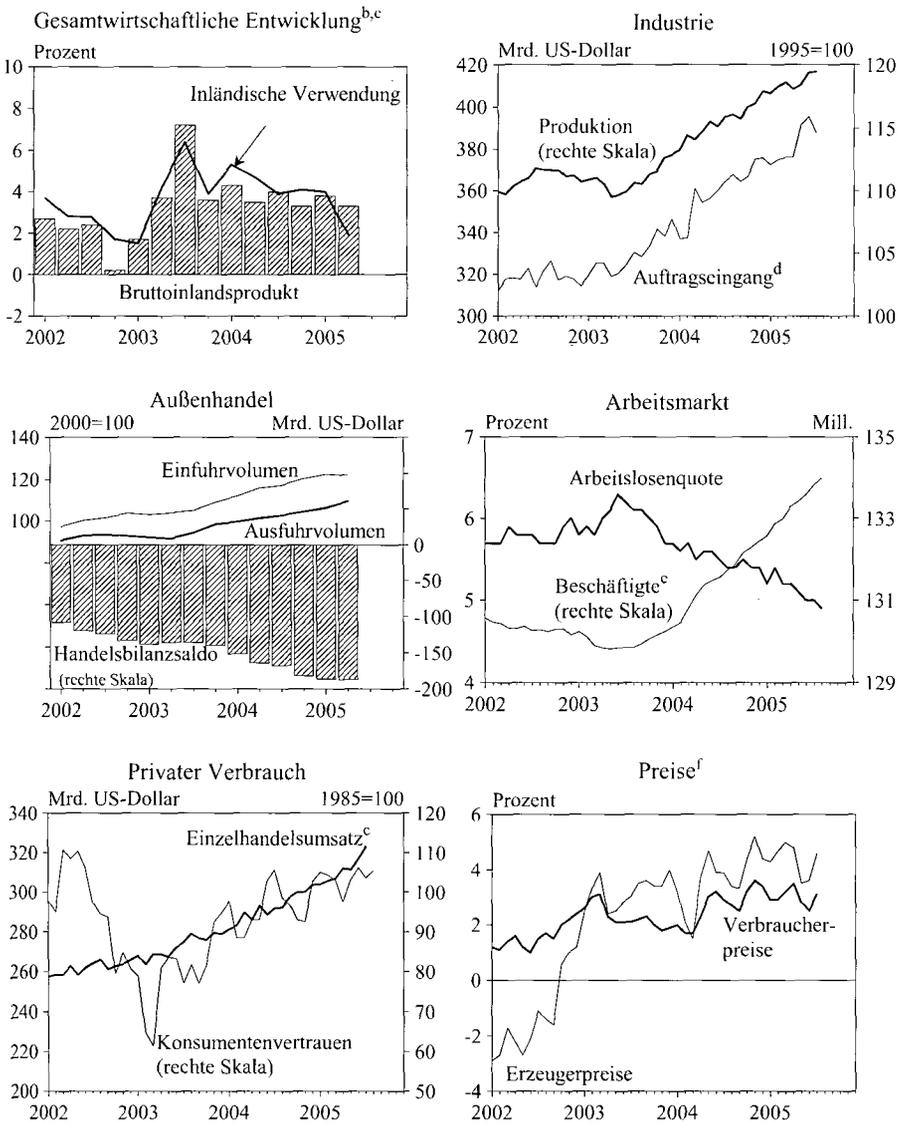
Produktionsanstieg in den Vereinigten Staaten schwächt sich nur wenig ab

In den Vereinigten Staaten hat sich die konjunkturelle Dynamik trotz des weiteren Ölpreisanstiegs auch im zweiten Quartal als robust erwiesen. Zwar schwächte sich die Expansion des realen Bruttoinlandsprodukts leicht auf eine laufende Jahresrate von 3,3 Prozent ab (Abbildung 6), und die Zunahme der Industrieproduktion verringerte sich merklich. Dies ist jedoch primär darauf zurückzuführen, dass die Lager nach einem starken Aufbau zuvor fast unverändert blieben, eine Entwicklung, die für sich genommen den Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 2 Prozentpunkte verringerte. Angesichts einer gegenüber dem Winterhalbjahr abgeschwächten Zunahme der real verfügbaren Einkommen, verringerte sich der Zuwachs des privaten Konsums leicht. Er blieb jedoch immer noch kräftig, was nicht zuletzt auf den Anstieg des Vermögens infolge des Immobilienpreissbooms zurückzuführen sein dürfte. Dieser hat wohl auch dazu geführt, dass die Wohnungsbauinterventionen stark ausgeweitet wurden. Sie stiegen ebenso wie im ersten Quartal mit knapp 10 Prozent fast doppelt so stark wie im langjährigen Durchschnitt. Bedingt durch verstärkte Investitionen in Ausrüstungen und Software nahmen die Anlageinvestitionen beschleunigt zu. Während die Exporte sehr kräftig expandierten, nahmen die Importe kaum zu. Insgesamt trug die Veränderung des Außenbeitrags zum ersten Mal seit knapp zwei Jahren wieder positiv zum Anstieg des Bruttoinlandsprodukts bei.

Die robuste Entwicklung der Konjunktur spiegelt sich auch auf dem Arbeitsmarkt. Die Zahl der Beschäftigten erhöhte sich im Sommer verstärkt. Zusätzliche Arbeitsplätze wurden zuletzt vor allem im Einzelhandel geschaffen, ein Indiz für eine weiterhin starke Konsumnachfrage. Die Arbeitslosenquote ist gemessen daran nur leicht – auf 4,9 Prozent im August – zurückgegangen, weil gleichzeitig die Zahl der Arbeitssuchenden zugenommen hat. Das Preisniveau ist im Juli infolge höherer Energiepreise wieder deutlich beschleunigt gestiegen; die Inflationsrate kletterte auf 3,2 Prozent. Die Kernrate ist hingegen seit April annähernd konstant; sie lag zuletzt bei 2,1 Prozent.

Die US-Notenbank hat ihre vor etwas mehr als einem Jahr begonnene Politik fortgesetzt und den Leitzins weiter stetig und in kleinen Schritten angehoben. Im August wurde der Zielwert für die Federal Funds Rate auf 3,5 Prozent erhöht. Insgesamt beträgt der Anstieg nun 250 Basispunkte. Die monetären Rahmenbedingungen sind zwar nach wie vor günstig, haben sich in den vergangenen Monaten aber verschlechtert. Der kurzfristige Realzins ist, berechnet auf Basis der Kerninflationsrate, weiter gestiegen. Dämpfende Effekte kamen vonseiten des Wechselkurses; real und effektiv wertete der US-Dollar seit dem Frühjahr auf.

Abbildung 6:
Indikatoren^a zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten 2002–2005



^a Saisonbereinigt. — ^b Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate. — ^c Real. — ^d Nominal. — ^e Abhängig Beschäftigte ohne Landwirtschaft. — ^f Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

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

Wir rechnen damit, dass die US-Notenbank vorerst fortfährt, ihren Zins in kleinen Schritten hin zu einem neutralen Niveau anzuheben. Gegen eine Pause im Zinserhöhungszyklus spricht die robuste Konjunktur. Gegen größere Zinsschritte spricht, dass sich bisher weder die Kernrate der Verbraucherpreisinflation noch die von der US-Notenbank besonders beachtete Kernrate der Preisentwicklung der privaten Konsumausgaben spürbar beschleunigt hat. Auch besteht die Gefahr, dass eine zu starke Zinserhöhung einen deutlichen Preisrückgang auf den Immobilienmärkten induziert, der den privaten Konsum stark dämpfen würde. Wir erwarten, dass die US-Notenbank die Federal Funds Target Rate bis zum Ende des Jahres auf 4,25 Prozent und im kommenden Jahr weiter bis auf 4,75 Prozent, und damit auf ein annähernd neutrales Niveau, anheben wird.

Die Fiskalpolitik in den Vereinigten Staaten ist in diesem Jahr insgesamt leicht restriktiv ausgerichtet; die Quote des strukturellen Defizits im Bundeshaushalt dürfte 2005 um einen halben Prozentpunkt zurückgehen. Das tatsächliche Budgetdefizit einschließlich der Überschüsse aus der Sozialversicherung wird in etwa gleichem Umfang, auf 2,8 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, abnehmen. Dieser – unerwartet starke – Rückgang ist vor allem auf überraschend hohe Einnahmen bei der Einkommen- und der Körperschaftsteuer zurückzuführen. Im kommenden Jahr werden sowohl das tatsächliche als auch das strukturelle Defizit annähernd unverändert bleiben. Zwar sollen in einigen Bereichen die Ausgaben gekürzt werden, wesentliche Teile des Haushalts bleiben von den Sparanstrengungen jedoch unberührt; für den Verteidigungshaushalt ist außerdem zu erwarten, dass die Ausgaben stärker steigen werden als im gegenwärtigen Haushaltsentwurf geplant.

In der vorliegenden Prognose sind die Auswirkungen des Hurrikans Katrina nicht berücksichtigt; sie werden nach unserer Einschätzung auf gesamtwirtschaftlicher Ebene die konjunkturelle Entwicklung aber auch nicht erheblich beeinflussen (Kasten). Bis Ende August deuteten die Indikatoren darauf hin, dass sich

Kasten 1:

Zu den Auswirkungen des Hurrikans Katrina auf die konjunkturelle Entwicklung in den Vereinigten Staaten

Am 29. August 2005 wurde die Südküste der Vereinigten Staaten von einem der stärksten Wirbelstürme heimgesucht, die in den vergangenen Jahrzehnten das Festland erreichten. Das Ausmaß der Schäden, die der Hurrikan Katrina verursacht hat, ist derzeit immer noch kaum absehbar. Nachdem zunächst davon ausgegangen wurde, dass die Schadensbilanz bei Katrina ähnlich hoch ausfallen würde wie bei dem Hurrikan Andrew im Jahr 1992 (26,5 Mrd. US-Dollar), belaufen sich aktuelle Schätzungen auf eine Größenordnung von 100 Mrd. US-Dollar;¹ dies entspricht knapp 1 Prozent des Bruttoinlandsprodukts der Vereinigten Staaten. Allerdings entfällt der größere Teil auf Vermögensschäden, beispielsweise an Gebäuden und Infrastruktur, und nur ein relativ kleiner Teil auf entgangene Produktion. Lediglich letztere werden im Bruttoinlandsprodukt erfasst. Angesichts des geringen Anteils der regionalen Produktion an der Gesamtproduktion der Vereinigten Staaten – der Anteil der betroffenen Bundesstaaten Louisiana, Mississippi und Alabama am Bruttoinlandsprodukt der Vereinigten Staaten belief sich im Jahr 2004 insgesamt auf lediglich

3,1 Prozent, und nur ein geringer Teil dieser Produktion dürfte über einen längeren Zeitraum behindert sein – ist zu erwarten, dass der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts in den Vereinigten Staaten insgesamt im dritten Quartal nur leicht gedämpft wird. Da die Produktionsausfälle sich auf den September, das Ende des Quartals, konzentrieren, könnte auch das Produktionsergebnis ein Durchschnitt des vierten Quartals noch gedrückt werden. Allerdings werden dann zunehmend die Aktivitäten für Reparatur und Wiederaufbau produktionserhöhend zu Buche schlagen.

Angesichts des Ausmaßes der Schäden und der Vielzahl der Betroffenen besteht das Risiko, dass Verbrauchervertrauen und Geschäftserwartungen landesweit in stärkerem Maße in Mitleidenschaft gezogen werden, als dies nach den Erfahrungen der Vergangenheit zu erwarten wäre. Der wichtigste Unterschied zu früheren Naturkatastrophen besteht jedoch darin, dass ein erheblicher Teil der Ölförderung und der Ölverarbeitung der Vereinigten Staaten getroffen wurde. Sollte die Produktion im Ölsektor in der Region über einen längeren Zeitraum stark beeinträchtigt sein, könnte die wirtschaftliche Aktivität in den Vereinigten Staaten durch Energieknappheit und dauerhaft stark erhöhte Preise spürbar gedämpft werden. Dies erwarten wir jedoch angesichts des Rückgriffs auf die strategischen Reserven an Rohöl und Ölprodukten nicht, zumal die Produktion im Ölsektor nach Meldungen des US-Energieministeriums bereits wieder hochgefahren wird.

Die für die Beseitigung der Schäden erforderlichen Mittel werden zu einem Teil durch den Staat bereitgestellt werden; ein Nothilfeprogramm in Höhe von 10,5 Mrd. US-Dollar ist bereits aufgelegt worden. Gemessen am Bruttoinlandsprodukt dürfte sich die Belastung des Staatshaushalts jedoch in engen Grenzen halten, zumal ein Teil der erforderlichen Mittel durch Umschichtungen im Haushalt erbracht werden dürfte.

Die Finanzmärkte erwarten offenbar, dass die US-Notenbank in Reaktion auf die unsichere Situation geplante Zinserhöhungen vorerst aussetzt und die Zinsen in absehbarer Zeit in geringerem Umfang anhebt als es vor der Katastrophe erwartet worden war. Die Geldmarktzinsen und die Renditen am Kapitalmarkt sind nach dem Hurrikan entsprechend gefallen. Zwar ist die Wahrscheinlichkeit deutlich gestiegen, dass die Fed bei der nächsten Sitzung des Federal Open Market Committee eine Pause im Zinserhöhungsprozess einlegt. Dies dürfte jedoch die von uns erwartete weitere monetäre Straffung lediglich hinausschieben. Angesichts der vermutlich insgesamt geringen gesamtwirtschaftlichen Effekte des Hurrikans halten wir an dem unserer Prognose zugrunde gelegten Zinsprofil im Grundsatz fest.

¹Vgl. *Süddeutsche Zeitung* vom 5.9.2005: 22 (Hurrikan belastet US-Wirtschaft mit Rekordschaden).

die konjunkturelle Dynamik im Sommer erhöht hat. Vor dem Hintergrund einer angesichts zunehmender Beschäftigung robusten Konsumnachfrage dürften die Unternehmen ihre Lagerbestände wieder erhöht haben. Allerdings dürfte sich die Konsumneigung mit fortschreitender monetärer Straffung im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums allmählich verringern; darauf deuten bereits die Erwartungsindikatoren des Konsumentenvertrauens hin, die zuletzt gesunken sind. Der ISM-Einkaufsmanagerindex war zwar im August ebenfalls wieder rückläufig, allerdings lag er im Durchschnitt der Monate Juli und August noch deutlich über dem Wert des zweiten Quartals. So dürfte sich die Expansion der Unternehmensinvestitionen zunächst in wenig verändertem Tempo fortsetzen. Die Exporte werden, nach wie vor gestützt durch eine günstige preisliche

Tabelle 3:

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

	2004				2005				2006				2004 2005 ^a 2006 ^a		
	1.Q.	2.Q.	3.Q.	4.Q.	1.Q.	2.Q.	3.Q. ^a	4.Q. ^a	1.Q. ^a	2.Q. ^a	3.Q. ^a	4.Q. ^a	Jahresdurchschnitt		
Bruttoinlandsprodukt ^b	4,3	3,5	4,0	3,3	3,8	3,3	4,2	3,4	3,3	3,2	3,1	3,0	4,2	3,6	3,4
Inlandsnachfrage ^b	5,2	4,7	3,9	4,1	4,0	1,9	4,4	3,6	3,5	3,3	3,2	3,0	4,7	3,7	3,4
Privater Verbrauch ^b	4,7	1,9	4,4	4,3	3,5	3,0	3,5	3,4	3,3	3,1	3,1	2,9	3,9	3,6	3,3
Staatsnachfrage ^b	3,3	2,3	1,8	0,9	1,9	2,7	2,7	1,9	1,8	1,6	1,4	1,1	2,2	2,0	1,8
Anlageinvestitionen ^{b,c}	4,5	15,0	8,8	10,5	5,3	6,3	6,9	6,0	5,8	5,7	5,5	5,4	10,3	8,3	6,2
Vorratsveränderungen ^{c,d}	0,5	0,9	-0,6	0,0	0,3	-2,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	-0,3	-0,1
Außenbeitrag ^d	-1,2	-1,4	-0,2	-1,0	-0,4	1,2	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,7	-0,2	-0,3
Exporte ^b	5,0	6,9	5,5	7,1	7,5	13,2	8,0	7,6	7,3	7,0	6,5	6,5	8,4	8,3	7,8
Importe ^b	12,0	14,5	4,7	11,3	7,4	0,5	7,5	7,4	7,3	6,5	6,0	5,5	10,7	6,9	6,7
Verbraucherpreise ^e	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	2,7	3,1	3,1
Arbeitslosenquote ^f	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	5,5	5,3	5,0
Leistungsbilanzsaldo ^g	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-5,7	-6,2	-6,0
Budgetsaldo ^{g,h}	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-3,4	-2,8	-2,8

^a Prognose. — ^b Real; saisonbereinigte Quartalswerte; Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^c Privater Sektor. — ^d Beitrag zur Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt. — ^e Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^f In Prozent der Erwerbspersonen. — ^g In Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts. — ^h Des Bundeshaushalts.

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

Wettbewerbsfähigkeit, zügig ausgeweitet. Die Importe dürften aufgrund der etwas schwächer zunehmenden Gesamtnachfrage an Schwung verlieren. Der reale Außenbeitrag wird im kommenden Jahr annähernd so stark zurückgehen wie in diesem Jahr. Auch das Leistungsbilanzdefizit wird annähernd unverändert bleiben, nachdem es in diesem Jahr nochmals merklich steigen dürfte. Alles in allem rechnen wir mit einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts um 3,6 Prozent in diesem und um 3,4 Prozent im nächsten Jahr (Tabelle 3). Die Lage auf dem Arbeitsmarkt wird sich weiter verbessern. Trotz anhaltend kräftiger Beschäftigungszunahme wird die Arbeitslosenquote allerdings nur leicht zurückgehen, weil sich das Arbeitsangebot angesichts der immer noch niedrigen Erwerbsbeteiligung ebenfalls deutlich erhöhen dürfte. Vor diesem Hintergrund erwarten wir keine nennenswerte Beschleunigung des Lohnanstiegs. Der Preisauftrieb wird sich im Verlauf des kommenden Jahres etwas abschwächen, weil bei annahmegemäß konstantem Ölpreis von dieser Seite keine Teuerungsimpulse mehr ausgehen.

Auftriebskräfte in Japan setzen sich durch

Die Konjunktur in Japan hat sich nach der Schwächephase im zweiten Halbjahr 2004 in der ersten Hälfte des laufenden Jahres merklich gefestigt. Zwar stieg das reale Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal mit einer laufenden Jahresrate

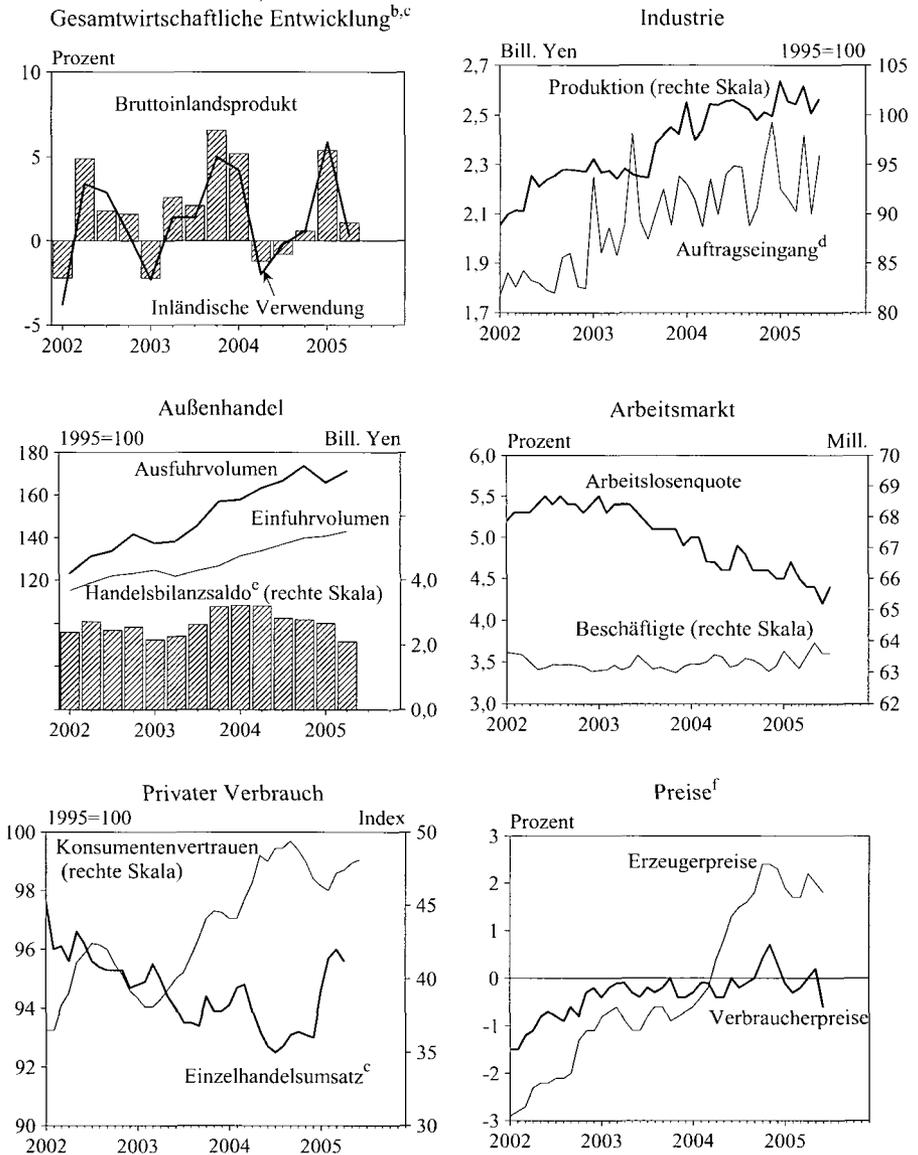
von 1,3 Prozent nur moderat, doch folgte dieser Anstieg einem sehr kräftigen Zuwachs im ersten Quartal (Abbildung 7). Hinzu kommt, dass die Verlangsamung wesentlich auf eine Korrektur der Lagerdispositionen zurück geht, die den Anstieg des Bruttoinlandsprodukts für sich genommen um 2 Prozentpunkte dämpfte; die Endnachfrage zog dagegen weiter deutlich an. Die Situation am Arbeitsmarkt hat sich im Zuge der konjunkturellen Belebung positiv verändert. Die Zahl der Beschäftigten ist seit Jahresbeginn gestiegen; bemerkenswert ist, dass insbesondere die Zahl der Vollzeitbeschäftigten ausgeweitet wurde. Das Verhältnis von Jobangeboten zu Bewerbern, das gemeinhin als guter Indikator für die konjunkturelle Verfassung des Arbeitsmarkts gilt, hat sich erheblich verbessert. Die Arbeitslosenquote sank in der Tendenz weiter, auch wenn sie im Juli infolge einer deutlichen Zunahme des Arbeitsangebots wieder etwas – auf 4,4 Prozent – gestiegen ist.

Der private Verbrauch expandierte im Frühjahr angesichts der Aufhellung am Arbeitsmarkt sowie eines erheblichen Anstiegs der halbjährlichen Bonuszahlungen mit einer Rate von drei Prozent erneut zügig. Auch die lebhaftere Ausweitung der Unternehmensinvestitionen setzte sich vor dem Hintergrund kräftig gestiegener Gewinne und verbesserter Absatz- und Ertragsersparungen in wenig verändertem Tempo fort. Hingegen gingen die Wohnungsbauinvestitionen deutlich zurück. Dies gilt ebenso für die öffentlichen Investitionen, die schon seit geraumer Zeit stark rückläufig sind; auch die öffentlichen Ausgaben insgesamt nahmen zuletzt spürbar ab. Deutliche Impulse kamen im Frühjahr wieder von der Auslandsnachfrage; die Exporte stiegen sehr kräftig, so dass der reale Außenbeitrag trotz ebenfalls anziehender Importe spürbar stieg, nachdem er in den drei Quartalen zuvor jeweils rückläufig gewesen war.

Die Konsumentenpreise sind indes in der Tendenz weiter abwärts gerichtet. Die Teuerungsimpulse durch den Ölpreisanstieg und die Abwertung des Yen gegenüber dem US-Dollar machen sich bislang vor allem in einem deutlichen Anstieg der Erzeugerpreise bemerkbar. Preisdämpfend wirkte zuletzt ein kräftiger Rückgang der Preise für frische Nahrungsmittel. Aber auch jene Inflationsrate, die ohne diese volatile Komponente des Preisindex berechnet wird, war im Sommer wieder rückläufig.

Die Bank von Japan hält deswegen trotz der robusten Konjunktur weiter an der Nullzinspolitik fest. Allerdings hat sie seit nunmehr fast eineinhalb Jahren ihr Ziel für die von den Geschäftsbanken gehaltenen Überschussreserven nicht mehr erhöht. Anfang August ließ sie sogar zu, dass die Untergrenze von 30 Bill. Yen zeitweise unterschritten wurde, eine Vorgehensweise, die sie im Frühjahr für den Fall eines sehr geringen Liquiditätsbedarfs angekündigt hatte. So ist die Zentralbankgeldmenge im Verlauf der letzten zwölf Monate kaum noch gestiegen, nachdem sie bis in das Jahr 2004 hinein mit zweistelligen Raten ausgeweitet worden war. Bei fortschreitendem konjunkturellem Aufschwung ist zu erwarten, dass die Bank von Japan das Liquiditätsziel allmählich verringert und schließlich wieder zu einer Zinssteuerung des Geldmarktes übergeht. Dies bedeutet jedoch keinen Schwenk zu einer neutralen oder gar restriktiven Ausrichtung der Geldpolitik. Eine Abkehr von der Nullzinspolitik ist bislang nicht in Sicht; die

Abbildung 7:
Indikatoren^a zur Konjunktur in Japan 2002–2005



^a Saisonbereinigt. — ^b Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate. — ^c Real. — ^d Maschinenbau. — ^e Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

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

Voraussetzung hierfür, eine nachhaltig positive Rate der Kerninflation, wird nach unserer Einschätzung im gesamten Prognosezeitraum noch nicht gegeben sein. Nachdem die Konsolidierung im Bankensektor weit fortgeschritten ist und sich die Anzeichen mehren, dass die Nachfrage nach Krediten seitens der Unternehmen allmählich zu steigen beginnt, besteht die Aussicht, dass von den niedrigen Zinsen nunmehr sogar verstärkte Anregungen für die Konjunktur ausgehen. Bei einem deutlichen Anstieg der Aktienkurse in den vergangenen Monaten und einem in realer und effektiver Rechnung seit Jahresbeginn etwas gesunkenen Außenwert des Yen sind die monetären Rahmenbedingungen derzeit insgesamt sehr günstig.

Weiterhin leicht gedämpft wird die Nachfrage durch die Finanzpolitik. Angesichts der immensen Verschuldung des Staates, die sich inzwischen auf rund 170 Prozent des Bruttoinlandsprodukts beläuft, und eines Haushaltsdefizits, das auch in diesem Jahr wieder eine Größenordnung von fast 6 Prozent des Bruttoinlandsprodukts erreichen dürfte, ist der Konsolidierungsbedarf unvermindert groß. Die Finanzplanung für das kommende Jahr ist derzeit besonders unsicher, da es – nachdem die Privatisierung der Post, eines der zentralen Reformvorhaben der Regierung Koizumi, im Oberhaus des Parlaments abgelehnt worden ist – am 11. September 2005 zu Neuwahlen kommt. Durchgreifende Maßnahmen, die eine deutliche Verringerung des strukturellen Budgetdefizits bewirken würden, sind freilich – unabhängig vom Wahlausgang – für das kommende Jahr nicht wahrscheinlich. Weder dürfte es zu deutlichen Einschnitten im Sozialhaushalt kommen, noch ist zu erwarten, dass viel diskutierte Maßnahmen auf der Einnahmenseite wie eine Anhebung der Einkommensteuer oder eine Erhöhung Mehrwertsteuer bereits 2006 in erheblichem Umfang umgesetzt werden; wir haben allerdings unterstellt, dass die im Jahr 1999 zur Konjunkturanregung beschlossene Einkommensteuersenkung zu einem Teil zurückgenommen wird. Darüber hinaus werden bei den staatlichen Infrastrukturinvestitionen wohl weitere Abstriche gemacht werden. Alles in allem dürfte sich das strukturelle Defizit im kommenden Jahr leicht reduzieren.

Die Frühindikatoren deuten darauf hin, dass die japanische Wirtschaft im Jahr 2005 auf Expansionskurs bleibt. Das Geschäftsvertrauen ist gestiegen, und die Auftragseingänge im verarbeitenden Gewerbe haben sich weiter erhöht. Auch für das kommende Jahr sind die Aussichten günstig. Die Ausrüstungsinvestitionen dürften vor dem Hintergrund verbesserter Absatz- und Ertragsersparungen im gesamten Prognosezeitraum zügig ausgeweitet werden. Der private Konsum wird bei einer sich zunehmend aufhellenden Arbeitsmarktlage und merklich steigenden realen Einkommen weiter deutlich expandieren. Allerdings wird sich der Anstieg 2006 infolge der unterstellten moderaten Anhebung der Einkommensteuer etwas verlangsamen (Tabelle 4). Die Exporte dürften zunächst noch kräftig expandieren, allerdings wird ihre Dynamik im Verlauf des kommenden Jahres allmählich geringer werden, da die Expansion der Nachfrage in wichtigen Auslandsmärkten, vor allem in China und in den Vereinigten Staaten, etwas an Fahrt verlieren wird. Wir rechnen damit, dass das reale Bruttoinlandsprodukt in diesem ebenso wie im nächsten Jahr mit einer Rate von knapp 2 Prozent expandiert. Im Zuge der anhaltenden Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäts-

Tabelle 4:
Eckdaten zur Konjunktur in Japan 2004, 2005 und 2006

	2004				2005				2006				2004 2005 ^a 2006 ^a		
	1.Q.	2.Q.	3.Q.	4.Q.	1.Q.	2.Q.	3.Q. ^a	4.Q. ^a	1.Q. ^a	2.Q. ^a	3.Q. ^a	4.Q. ^a	Jahresdurchschnitt		
Bruttoinlandsprodukt ^b	5,2	-1,2	-0,8	0,6	5,4	1,1	2,3	2,1	2,0	1,6	1,5	1,5	2,7	1,9	1,8
Inlandsnachfrage ^b	4,2	-2,0	-0,2	0,6	5,9	0,3	2,1	2,1	2,0	1,7	1,7	1,7	1,8	1,9	1,8
Privater Verbrauch ^b	2,5	-0,2	0,0	-1,2	5,0	3,0	1,9	1,9	1,8	1,6	1,5	1,5	1,5	1,9	1,8
Staatsnachfrage ^b	13,2	-13,5	-0,3	2,1	1,5	-1,7	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	-0,5	-0,5	0,1
Anlageinvestitionen ^{b,c}	-7,7	11,8	0,9	1,1	8,1	5,7	4,5	4,5	4,5	3,6	3,6	3,6	5,1	4,9	4,2
Vorratsveränderungen ^{c,d}	1,4	-0,6	-0,2	0,7	1,1	-2,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	-0,1
Außenbeitrag ^d	1,1	0,8	-0,6	-0,1	-0,3	0,8	0,3	0,1	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,8	0,1	0,1
Exporte ^b	22,5	12,7	2,6	6,3	-0,3	11,6	6,0	6,0	6,0	5,0	4,0	4,0	14,5	5,4	5,8
Importe ^b	15,6	7,7	9,4	8,9	2,7	6,7	5,0	7,0	7,0	7,0	6,0	6,0	8,9	6,3	6,5
Verbraucherpreise ^e	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	0,0	-0,1	0,2
Arbeitslosenquote ^f	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	4,7	4,4	4,2
Leistungsbilanzsaldo ^g	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	3,6	3,5	3,7
Budgetsaldo ^g	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-6,1	-5,8	-5,4

^a Prognose. — ^b Real; saisonbereinigte Quartalswerte; Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^c Privater Sektor. — ^d Beitrag zur Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt. — ^e Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^f In Prozent der Erwerbspersonen. — ^g In Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

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

auslastung dürfte der Preisrückgang auf der Verbraucherebene im kommenden Jahr auslaufen.

Allmähliche Festigung der Konjunktur in der Europäischen Union

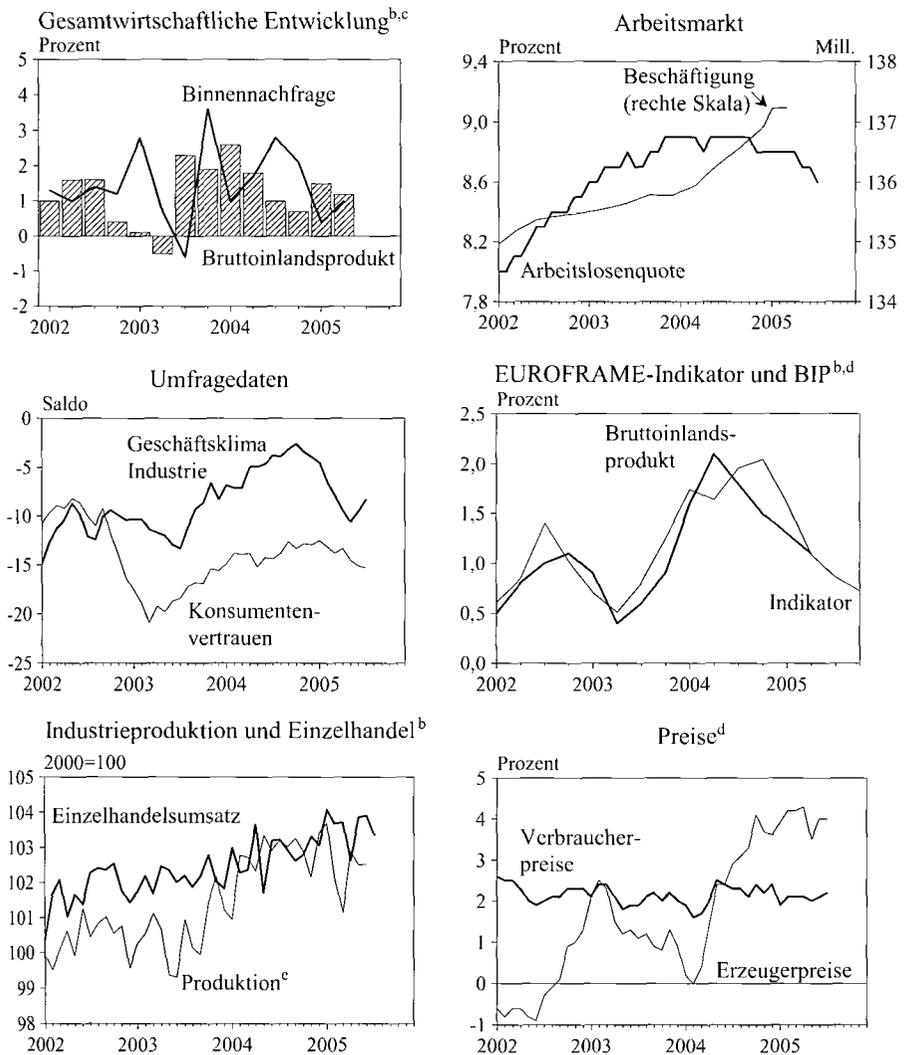
Die gesamtwirtschaftliche Produktion in der Europäischen Union wurde im ersten Halbjahr 2005 abermals in nur mäßigem Tempo ausgeweitet. Die Kapazitätsauslastung ging in Euroland ebenso wie im Vereinigten Königreich weiter zurück. In den neuen Mitgliedsländern der EU blieb der Produktionsanstieg hingegen vergleichsweise kräftig. Angesichts des neuerlichen Schubs bei den Ölpreisen und der Aussicht auf eine moderate Dynamik der Weltkonjunktur ist trotz günstiger monetärer Rahmenbedingungen nur mit einer leichten Belebung der europäischen Konjunktur zu rechnen.

Euroland: Konjunktur zieht etwas an

Die konjunkturelle Expansion in Euroland blieb im ersten Halbjahr 2005 verhalten (Abbildung 8).¹¹ Die Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion lag abermals unter dem Wachstum des Produktionspotentials. Dabei nahm die Binnennachfrage nur unwesentlich zu, was nicht zuletzt auf den hohen Ölpreis zurückzuführen sein dürfte. Vom Außenbeitrag gingen hingegen Impulse aus.

¹¹ Für eine ausführliche Analyse der Konjunktur im Euroraum siehe Benner et al. (2005b).

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



^a Saisonbereinigt. — ^b Real. — ^c Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate in Prozent. — ^d Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — ^e Industrie ohne Baugewerbe.

Quelle: EUROFRAME (2005); Eurostat (2005a); EZB (2005c).

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt hat sich etwas verbessert; die Arbeitslosenquote nahm im Juli geringfügig auf 8,7 Prozent ab. Die Inflationsrate gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) veränderte sich in den vergangenen Monaten wenig; im August lag sie bei 2,1 Prozent und übertraf damit weiterhin

das Inflationsziel der EZB von knapp 2 Prozent. Dies lag aber ausschließlich am Anstieg der Energiepreise, die Kerninflationsrate schwächte sich gleichzeitig auf 1,3 Prozent ab.

Die monetären Rahmenbedingungen haben sich in den vergangenen Monaten verbessert. Die Geldmenge stieg wieder beschleunigt und der Euro verlor real effektiv an Wert. Die EZB beließ den Leitzins bei 2 Prozent. In realer Rechnung (auf Basis der Kernrate) ist der kurzfristige Zinssatz zwar leicht gestiegen, dem stand aber ein deutlicher Rückgang der langfristigen Zinsen gegenüber. Da die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung im kommenden Jahr nur wenig zunehmen wird und der Preisdruck gering bleiben dürfte, rechnen wir damit, dass die EZB ihren expansiven Kurs vorerst unverändert beibehält; erst zum Jahresende 2006 dürfte sie die Zinsen leicht anheben. Die Finanzpolitik wird im nächsten Jahr im Euroraum als Ganzem leicht restriktiv ausgerichtet sein. Zwar geht das aggregierte Budgetdefizit bei günstigerer Konjunktur nur geringfügig zurück, nachdem es in diesem Jahr durch umfangreiche Einmalmaßnahmen „künstlich“ gedrückt wird.

Das Expansionstempo wird in den kommenden Monaten durch den Anstieg des Ölpreises gedämpft. Der Produktionsanstieg dürfte sehr moderat sein; hierauf deuten auch die von der Europäischen Kommission veröffentlichten Stimmungsindikatoren hin. So ist das Industrievertrauen in den vergangenen Monaten nur leicht gestiegen, nachdem es zuvor erheblich gefallen war. Das Verbrauchervertrauen blieb auf niedrigem Niveau. Getragen wird die konjunkturelle Erholung weiterhin vom Außenhandel, der von einer weiterhin deutlichen Expansion der Nachfrage im Ausland profitiert. Im kommenden Jahr wird die Binnenkonjunktur dann etwas an Fahrt gewinnen, da die negativen Effekte des Ölpreisanstiegs allmählich auslaufen und sich die Beschäftigungsperspektiven aufhellen. Die Exporte dürften hingegen bei etwas nachlassender Auslandskonjunktur weniger stark zulegen.

Alles in allem rechnen wir mit einem Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts von 1,2 Prozent in diesem Jahr und 1,7 Prozent im nächsten Jahr (Tabelle 5). Vor diesem Hintergrund dürfte sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt etwas verbessern. Im Jahr 2006 geht die Arbeitslosenquote auf 8,4 Prozent zurück (2005: 8,7 Prozent). Der Preisauftrieb dürfte unter der Annahme, dass der Ölpreis nicht weiter steigen wird, im kommenden Jahr abnehmen, da die Preiserhöhungsspielräume der Unternehmen gering bleiben. Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex wird 2005 sein Niveau im Vorjahr um 2,1 Prozent übersteigen, im kommenden Jahr beträgt die Inflationsrate voraussichtlich 1,7 Prozent.

Flaute im Vereinigten Königreich wird überwunden

Im Vereinigten Königreich stieg das Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal 2005 zwar leicht beschleunigt. Mit einer laufenden Jahresrate von 1,9 Prozent erhöhte es sich aber immer noch merklich langsamer als das Produktionspotential (Abbildung 9). Dabei ging die Produktion im verarbeitenden Gewerbe erneut merklich zurück. Nach der jüngsten Revision der Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung hat die konjunkturelle Verlangsamung bereits im Sommer

Tabelle 5:

Eckdaten zur Konjunktur in Euroland 2004, 2005 und 2006

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

^a Prognose. — ^b Real; saisonbereinigte Quartalswerte; Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^c Beitrag zur Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt. — ^d Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^e In Prozent der Erwerbspersonen. — ^f In Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

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

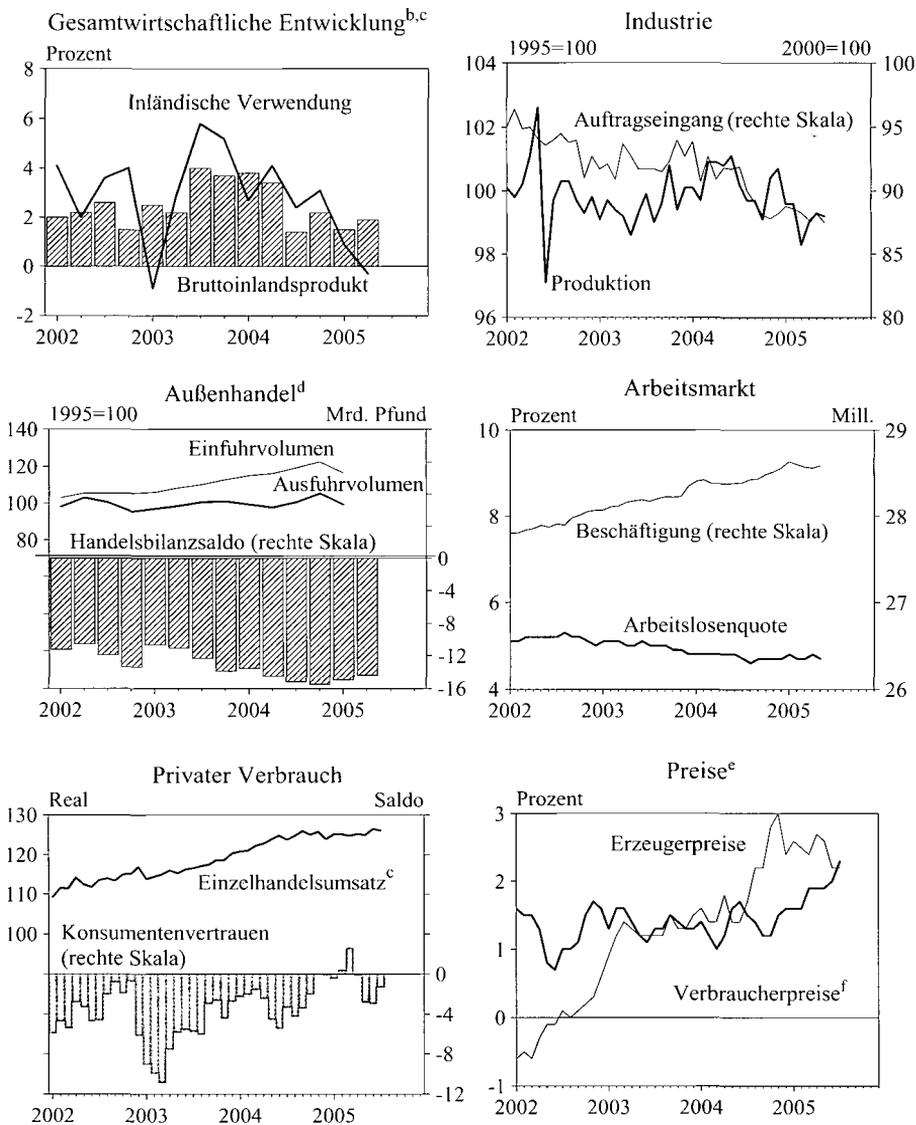
des vergangenen Jahres begonnen; seitdem liegt das Expansionstempo unter dem langjährigen Durchschnitt.

Maßgeblich für die Zunahme der Produktion im zweiten Quartal war der kräftige Anstieg des Außenbeitrags. Allerdings dürfte die sehr starke Zunahme der Exporte wie die der Importe die konjunkturelle Grundtendenz überzeichnen. Die Binnennachfrage war erstmals seit Anfang 2003 leicht rückläufig. Dies war im wesentlichen Resultat eines kräftigen Lagerabbaus – die inländische Endnachfrage stieg deutlich und verglichen mit dem ersten Quartal merklich beschleunigt. Vor allem die Investitionen legten angesichts optimistischer Gewinnerwartungen und günstiger Finanzierungsbedingungen ein recht forsches Tempo vor. Die privaten Konsumausgaben wurden hingegen nach wie vor nur verhalten ausgeweitet, was angesichts der hohen Verschuldung der Haushalte wohl vor allem eine Folge der gestiegenen Zinsen ist.¹² Infolge der geldpolitischen Straffung ist außerdem der Immobilienpreisboom inzwischen zu Ende gegangen, so dass die Konsumneigung auch nicht mehr durch steigende Vermögenswerte gefördert wird.

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt, die sich angesichts der konjunkturellen Abkühlung im Frühjahr leicht verschlechtert hatte, zeigte sich zur Jahremitte bereits wieder gefestigt. Beschäftigung und Arbeitsvolumen weisen seither wieder auf-

¹² Die Bank von England geht davon aus, dass die Anhebung des Basiszinses, die sich von November 2003 bis August 2004 auf 125 Basispunkte belief, den effektiven Zinssatz für die Kredite der Haushalte um rund 60 Basispunkte steigen ließ (Bank of England 2005: 10).

Abbildung 9:
Indikatoren^a zur Konjunktur im Vereinigten Königreich 2002–2005



^a Saisonbereinigt. — ^b Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate. — ^c Real. — ^d Teilweise geschätzt. — ^e Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — ^f CPI (Consumer Price Index).

Quelle: Eurostat (2005a); CIPS (2005); IMF (2005); OECD (2005a); Office for National Statistics (2005).

wärts, und die Zahl der freien Stellen nahm sogar kräftig zu. Die Durchschnittseinkommen (einschließlich Bonuszahlungen) stiegen wieder etwas rascher.

Die Verbraucherpreisinflation hat sich im Jahresverlauf merklich beschleunigt und lag im Juli mit 2,3 Prozent über dem Zielwert der Bank von England, der 2 Prozent beträgt. Dies ist die erste Zielüberschreitung seit der Einführung des Inflation Targeting im Jahre 1997. Ursache hierfür sind in erster Linie die kräftig gestiegenen Energiepreise. Daher betrachtet die Notenbank diese Zielüberschreitung als vorübergehend. Mit Blick auf die seit Sommer vergangenen Jahres erfolgte konjunkturelle Verlangsamung, die den binnenwirtschaftlichen Inflationsdruck gemindert hat, senkte sie den Leitzins, die so genannte Repo-Rate, im August um 25 Basispunkte; er liegt nunmehr bei 4,5 Prozent. Angesichts der sich abzeichnenden konjunkturellen Belebung wird die Bank von England in diesem Jahr die Zinsen nicht weiter senken. Da die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung jedoch noch nicht steigen dürfte, werden die Zinsen bis Ende 2006 wohl auch nicht angehoben. Damit wird die Geldpolitik annähernd neutral wirken. In der Finanzpolitik sorgen die Ausgabenprogramme der Regierung für eine leicht expansive Ausrichtung. Angesichts einer nicht zuletzt ölpreisbedingt verbesserten Entwicklung der Staatseinnahmen dürfte es im Prognosezeitraum nicht zu nennenswerten Steuererhöhungen kommen, so dass die Finanzpolitik ihren Kurs beibehalten wird.

Für den Prognosezeitraum erwarten wir, dass die gesamtwirtschaftliche Expansion wieder an Schwung gewinnt (Tabelle 6).¹³ Dieser resultiert wesentlich aus einer Belebung der privaten Konsumnachfrage, die angesichts steigender Realeinkommen und eines robusten Arbeitsmarktes merklich anziehen wird. So sind die Einzelhandelsumsätze, die seit letztem Sommer rückläufig waren, bereits wieder deutlich aufwärts gerichtet. Ebenso deutet ein festeres Konsumentenvertrauen auf eine wieder steigende Ausgabenbereitschaft hin. Die Investitionen dürften im Prognosezeitraum weiter zügig expandieren. Zum einen sind die Finanzen der Unternehmen solide und ihre Gewinnsituation ist zufriedenstellend. Zum anderen sind die Finanzierungsbedingungen dank gestiegener Aktienkurse und niedriger langfristiger Zinsen günstig. Alles in allem rechnen wir mit einem Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion von 1,9 Prozent in diesem Jahr und 2,5 Prozent im kommenden Jahr. Der Verbraucherpreisanstieg wird im kommenden Jahr bei 2 Prozent liegen, nach 1,9 Prozent in diesem Jahr.

Ein Risiko für die Prognose stellt die Entwicklung am Immobilienmarkt dar. So haben im Großraum London, der gemeinhin als Frühindikator für die landesweite Entwicklung gilt, die Immobilienpreise zu sinken begonnen. Hierbei dürfte es sich jedoch zu einem guten Teil um die Korrektur von überschießenden Preisentwicklungen in diesem lokalen Markt handeln. Da landesweit sowohl die demografischen Bedingungen wie auch der feste Arbeitsmarkt und die günstigen

¹³ Die Auswirkungen der Anschläge von London im Juli 2005 dürften keine erkennbaren Spuren in der konjunkturellen Entwicklung hinterlassen. Die dämpfenden Wirkungen beschränken sich offenbar im Wesentlichen auf Einzelhandel und Tourismus in der Londoner City im Monat Juli (BRC 2005; GfK Martin Hamblin 2005). So haben sich auch die Kurse an der Londoner Börse rasch erholt (Bank of England 2005: 3–4, 9).

Tabelle 6:

Eckdaten zur Konjunktur im Vereinigten Königreich 2004, 2005 und 2006

	2004				2005				2006				2004 2005 ^a 2006 ^a		
	1.Q.	2.Q.	3.Q.	4.Q.	1.Q.	2.Q.	3.Q. ^a	4.Q. ^a	1.Q. ^a	2.Q. ^a	3.Q. ^a	4.Q. ^a	Jahresdurchschnitt		
Bruttoinlandsprodukt ^b	3,8	3,4	1,4	2,2	1,5	1,9	2,0	2,5	2,8	2,6	2,5	2,5	3,2	1,9	2,5
Inlandsnachfrage ^b	2,7	4,1	2,4	3,1	0,9	-0,3	2,0	2,4	2,5	2,7	2,6	2,6	3,8	1,7	2,3
Privater Verbrauch ^b	5,5	5,3	2,3	2,2	0,4	0,9	2,0	2,2	2,2	2,5	2,5	2,5	3,7	1,7	2,2
Staatsverbrauch ^b	1,1	1,1	0,6	1,5	2,8	1,6	2,0	2,5	2,5	2,0	2,0	2,0	3,1	1,8	2,2
Anlageinvestitionen ^b	3,6	6,2	6,2	-0,8	1,0	6,2	2,5	3,0	3,5	4,0	3,5	3,5	4,9	2,9	3,6
Vorratsveränderungen ^{c,d}	-2,0	-0,1	-0,2	1,3	0,1	-2,7	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	-0,3	-0,2
Außenbeitrag ^d	1,0	-0,9	-1,0	-1,0	0,6	2,2	-0,1	0,0	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,7	0,2	0,1
Exporte ^b	7,8	5,7	1,5	4,3	-3,4	24,5	2,0	4,5	5,0	4,5	4,5	4,5	3,4	5,3	5,5
Importe ^b	3,2	8,1	4,9	7,2	-4,8	12,6	2,0	4,0	4,0	4,5	4,5	4,5	5,4	4,0	4,5
Verbraucherpreise ^e	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	1,4	1,9	2,0
Arbeitslosenquote ^f	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	4,8	4,9	4,9
Leistungsbilanzsaldo ^g	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-2,3	-2,5	-2,2
Budgetsaldo ^g	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	-3,2	-3,1	-3,1

^a Prognose. — ^b Real; saisonbereinigte Quartalswerte: Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet (Prozent); Jahreswerte: Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^c Privater Sektor. — ^d Beitrag zur Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in Prozentpunkten, saisonbereinigt. — ^e Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^f In Prozent der Erwerbspersonen. — ^g In Prozent des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

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

Finanzierungsbedingungen die Immobiliennachfrage stützen, ist ein genereller Einbruch der Immobilienpreise nicht zu erwarten.

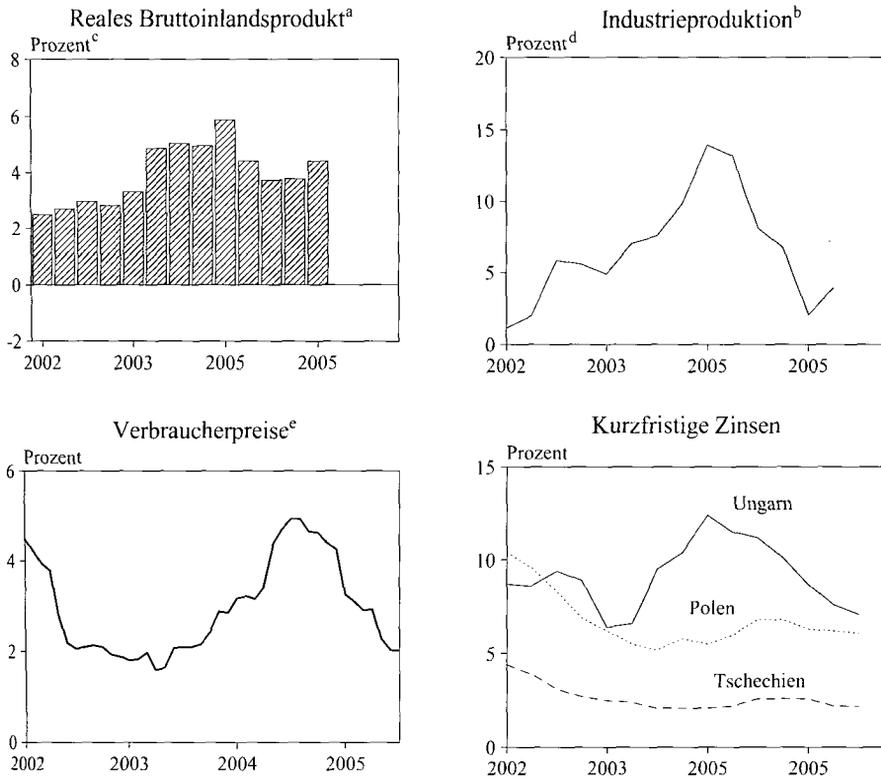
Verlangsamter Produktionsanstieg in den neuen Mitgliedsländern

Der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts in den neuen Mitgliedsländern hat sich in den ersten Monaten des laufenden Jahres wieder leicht beschleunigt, nachdem er sich im Verlauf des vergangenen Jahres – freilich ausgehend von sehr hohen Raten – deutlich verlangsamt hatte (Abbildung 10). Vor allem die Binnennachfrage expandierte wieder etwas rascher. Dazu trug bei, dass die zuvor recht straffe Geldpolitik sukzessive gelockert wurde. Die Exporte stiegen dagegen nur verhalten. Hierin spiegelt sich zum einen die geringe konjunkturelle Dynamik in Westeuropa, zum anderen hat, vor allem in den großen Ländern dieser Gruppe, die preisliche Wettbewerbsfähigkeit unter der anhaltenden realen Aufwertung ihrer Währungen gelitten. Die Inflation ging trotz der hohen Energiepreise zumeist deutlich zurück. Maßgeblich war hierfür aber nicht so sehr die moderate Expansion der Konjunktur, sondern vielmehr eine Normalisierung bei den Nahrungsmittelpreisen, die im vergangenen Jahr infolge schlechter Ernten stark gestiegen waren.

In den vergangenen Monaten sind die Notenbankzinsen in allen großen Ländern spürbar gesenkt worden. In der Tschechischen Republik liegen die Geldmarktzinsen inzwischen sogar unter denen im Euroraum. Im Prognosezeitraum

Abbildung 10:

Indikatoren zur konjunkturellen Entwicklung in den neuen Mitgliedsländern der EU 2002–2005



^a Neue Mitgliedsländer ohne Lettland gewichtet gemäß Bruttoinlandsprodukt des Jahres 2004. —
^b Industrieproduktion in Polen, der Slowakei, Tschechien und Ungarn, gewichtet mit den Anteilen an der Industrieproduktion dieser Länder im Jahr 2002. — ^c Veränderung gegenüber Vorquartal auf Jahresrate hochgerechnet. — ^d Veränderung gegenüber dem Vorjahr. — ^e HVPI, Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: OECD (2005a); Eurostat (2005b, 2005c).

wird die Konjunktur zumeist von der Geldpolitik deutlich angeregt, lediglich in Polen war das Vorgehen der Zentralbank bislang eher zögerlich, da weiterhin Besorgnis besteht, dass die Regierung finanzpolitisch nicht hinreichend stabilitätsgerecht agiert. Hinzu kommt, dass sich die Perspektiven für den Export mit Festigung der Konjunktur in Westeuropa im kommenden Jahr verbessern. So rechnen wir damit, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion in den neuen Mitgliedsländern der EU insgesamt 2006 mit 4,0 Prozent wieder etwas rascher zunimmt als in diesem Jahr (3,8 Prozent). Der Preisauftrieb dürfte sich nur leicht verstärken; gegenwärtig kommen die meisten Länder der Erfüllung des entsprechenden Maastricht-Kriteriums sehr nahe (Tabelle 7). Die Arbeitslosigkeit ging

Tabelle 7:

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

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

^a Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2004 (Prozent). —
^b Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^c Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI).
— ^d Standardisierte Arbeitslosenquote (Prozent) nach dem ILO-Konzept. Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2003. — ^e Prognose.

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

im bisherigen Verlauf des Jahres trotz eher schwacher Konjunktur leicht zurück. Die Arbeitsmarktsituation dürfte sich mit der erwarteten Produktionsbelegung weiter verbessern.

Konjunkturverlangsamung in den Schwellenländern

Außerhalb der Industrieländer zeigt sich nach der konjunkturellen Expansion auf breiter Front im vergangenen Jahr ein regional zunehmend differenziertes Bild. Da sich das weltwirtschaftliche Umfeld eingetrübt hat, vor allem weil die Auslandsnachfrage nicht mehr so rasch expandiert, kommen nun insbesondere in Lateinamerika und in Russland wieder strukturelle Schwächen zum Tragen, während sich die asiatischen Schwellenländer besser behaupten können. Angesichts der insgesamt jedoch robusten Weltkonjunktur ist für die Schwellenländer insgesamt eine Stabilisierung des Produktionsanstiegs auf immer noch hohem Niveau zu erwarten.

Produktionsanstieg in China schwächt sich nur allmählich ab

In China setzte sich der Boom in der ersten Jahreshälfte 2005 fort, trotz der Bemühungen, die überschäumende Investitionsdynamik durch eine restriktivere Geld- und Fiskalpolitik zu dämpfen. Im Jahresvergleich lag der Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts zur Jahresmitte immer noch bei 9,5 Prozent. Die Investitionen nehmen nach wie vor stärker zu als der Konsum. Die Investitionsquote, die 2004 schon bei 42,5 Prozent lag, erhöht sich so weiter. Zunehmend zeichnen sich Überschusskapazitäten ab vor allem bei der Produktion von Stahl, Zement und langlebigen Konsumgütern sowie im Immobiliensektor.

Anders als bei einer klassischen konjunkturellen Überhitzung ist der Anstieg der Verbraucherpreise deshalb sogar zurückgegangen. Die Inflationsrate, die im letzten Jahr im Durchschnitt noch bei 4 Prozent lag, ist auf lediglich 1,8 Prozent gefallen. Zur Jahresmitte zeichneten sich neben saisonbedingten Preiserhöhungen bei einigen landwirtschaftlichen Produkten lediglich bei den Kraftstoff- und Energiepreisen deutliche Steigerungen von etwa 12 Prozent ab. Dabei ist allerdings zu beachten, dass die Regierung diese Preise künstlich niedrig hält. Es ist zu erwarten, dass sich die Inflationsrate bei den Konsumentenpreisen in diesem Jahr auf etwa 2,2 Prozent fast halbieren wird. Bei bis zur Jahresmitte noch konstantem Wechselkurs zum US-Dollar hat sich dadurch die reale Aufwertung deutlich abgeschwächt.

In den ersten sechs Monaten stiegen die Exporte, wie in den beiden Vorjahren, um über 30 Prozent und der Überschuss in der Handelsbilanz erreichte bereits das Niveau des gesamten letzten Jahres. Der Leistungsbilanzüberschuss dürfte so im Jahresdurchschnitt auf 6 Prozent des Bruttoinlandsprodukts anschwellen. Hinzu kommen noch weiter steigende Kapitalzuflüsse. Diese dürften teilweise spekulationsbedingt sein. Die chinesische Zentralbank hat bis Juli, bei noch festem Wechselkurs zum US-Dollar, Devisen in großem Maßstab aufgekauft. Deshalb steigen die Devisenreserven vermutlich in diesem Jahr ebenso wie im Vorjahr um 200 Mrd. US-Dollar. Dies entspricht etwa 10 Prozent des Bruttoinlandsprodukts.

Daran wird auch das neue Wechselkursregime wenig ändern. Am 21. Juli wurde die Bindung des Renminbi an den US-Dollar aufgehoben:

- Der Wechselkurs zum Dollar wurde zunächst von 8,28 auf 8,11 Renminbi zum Dollar aufgewertet und kann nun täglich angepasst werden. °
- Die innerhalb eines Tages zulässige Schwankungsbreite beträgt lediglich $\pm 0,3$ Prozent.
- Offiziell ergibt sich der tägliche Dollarkurs aus der Bindung an einen Währungskorb. Die Zusammensetzung des Währungskorbs wurde jedoch noch nicht bekannt gemacht. Bisher hat die chinesische Zentralbank lediglich verlauten lassen, dass elf Währungen in diesen Währungskorb eingehen.

Das bedeutet, dass die tägliche Anpassung des US-Dollarkurses diskretionär erfolgt, offensichtlich mit dem Ziel, spekulative Kapitalzuflüsse abzuschrecken. Angesichts der geringen Anpassung des Wechselkurses und des großen externen Ungleichgewichts dürfte dies jedoch kaum gelingen. Es bleibt abzuwarten, in welchem Ausmaß und wie schnell eine weitere Anpassung des Wechselkurses erfolgt. Ein gesteuertes Floaten des Renminbi mit dem Ziel der Parität zum Hongkong-Dollar erscheint durchaus plausibel. Dies würde eine Aufwertung des Renminbi um etwa 6 Prozent bedeuten.

Grundsätzlich ist die Unsicherheit, ob eine weiche Landung der Konjunktur gelingt, durch den Übergang zu einem – formal – flexibleren Wechselkursregime nicht geringer geworden (Diehl und Schweickert 2005). Vieles spricht dafür, dass die chinesische Zentralbank keine abrupte Wechselkursanpassung zulassen wird. Wir gehen deshalb von stabilen internen und externen Rahmenbedingungen aus, unter denen sich die Expansion trotz des geänderten Wechselkursregimes zunächst nahezu unvermindert fortsetzt und sich die Dynamik erst im nächsten Jahr merklich abschwächt. Der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts wird aber nach unserer Einschätzung auch 2006 nicht deutlich unter 9 Prozent fallen (Tabelle 8).

Nachlassende Exportdynamik im übrigen ostasiatischen Raum

In den sehr offenen Volkswirtschaften in Ostasien machte sich vor allem die nachlassende Auslandsnachfrage negativ für die Konjunktur bemerkbar. Von einem Rückgang der Zuwachsraten beim Export waren vor allem die Hocheinkommensländer Hongkong, Singapur und Taiwan betroffen. In Südkorea, wo die finanziellen Folgen des Kreditkartenbooms in den Jahren 2000 bis 2002 noch immer spürbar sind, wird die Konjunktur zusätzlich durch die zurückhaltende Konsum- und Investitionsnachfrage beeinträchtigt. In den vier Hocheinkommensländern wird die wirtschaftliche Expansion insgesamt von 6 Prozent im letzten Jahr auf 4 Prozent in diesem Jahr zurückgehen; im kommenden Jahr wird der Zuwachs 4,5 Prozent betragen.

Deutlich weniger ausgeprägt verläuft der Konjunkturrückgang in den Mitteleinkommensländern. Die Auswirkungen der Tsunami-Katastrophe beeinträchtigten die Konjunktur in Thailand zwar mit einem starken Rückgang in der Tourismusindustrie, dieser beschränkt sich allerdings vor allem auf das erste

Tabelle 8:

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

	Gewicht ^a	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
		2003	2004	2005 ^b	2006 ^b	2003	2004	2005 ^b	2006 ^b
Südkorea	6,3	3,1	4,6	3,9	4,7	3,5	3,6	2,9	2,7
Indonesien	4,9	4,9	5,1	4,9	5,0	6,8	6,1	7,2	7,1
Taiwan	3,6	3,3	5,7	3,9	3,6	-0,2	1,5	2,5	2,0
Thailand	3,1	6,9	6,1	4,5	5,5	1,8	3,0	2,9	2,4
Philippinen	2,3	4,7	6,1	4,7	4,5	3,0	5,5	5,6	5,5
Malaysia	1,6	5,3	7,1	5,8	5,4	1,1	1,4	2,3	2,1
Hongkong	1,3	3,2	8,1	5,0	4,5	-2,6	-0,4	0,7	1,1
Singapur	0,7	1,1	8,4	3,8	4,1	0,5	1,7	0,5	1,2
Insgesamt ^c	23,8	4,3	5,7	4,4	4,7	2,7	3,5	3,7	3,5
China	44,6	9,3	9,5	9,2	8,7	1,2	3,9	2,2	2,0
Asien insgesamt ^c	68,4	7,5	8,2	7,5	7,3	1,7	3,8	2,7	2,5
Brasilien	8,9	0,5	4,9	3,4	3,6	14,7	6,6	6,9	5,0
Mexiko	6,1	1,3	4,4	3,5	3,4	4,6	4,7	4,2	3,6
Argentinien	2,9	8,7	9,0	6,1	3,8	13,4	4,4	8,7	7,8
Kolumbien	1,9	3,7	4,0	3,9	3,5	6,7	5,9	5,2	4,4
Chile	1,1	3,3	6,1	5,7	5,5	2,8	1,1	2,6	3,1
Peru	0,9	3,9	5,1	4,8	4,3	2,3	3,7	2,1	2,6
Venezuela	0,9	-9,1	17,3	5,5	3,1	31,1	21,7	17,8	19,4
Lateinamerika insgesamt ^c	22,7	1,9	5,8	4,1	3,7	10,7	6,6	6,3	5,3
Russland	8,9	7,3	7,1	5,5	4,5	13,7	10,9	12,9	10,5
Insgesamt ^c	100,0	5,6	6,7	5,9	5,6	4,3	4,4	4,0	3,4

^a Gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2004 nach Kaufkraftparitäten (Prozent). — ^b Prognose. — ^c Aufgeführte Länder.

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

Quartal des laufenden Jahres. Insgesamt wird das Bruttoinlandsprodukt in den vier ASEAN-Staaten Indonesien, Philippinen, Malaysia und Thailand sowohl in diesem als auch im nächsten Jahr weiter recht kräftig – mit Raten von um die 5 Prozent – zunehmen.

Nach wie vor sind die ostasiatischen Länder bemüht, ihre Währungen nicht gegenüber dem Renminbi aufwerten zu lassen. Durch die Änderung des Wechselkursregimes in China hat sich der währungspolitische Spielraum erhöht, und Malaysia hat seinen festen Wechselkurs zum US-Dollar noch am gleichen Tag aufgegeben. Wie in China wird die Währung hier gegenüber einem nicht be-

kannt gegebenen Währungskorb gesteuert. Konkrete Bandbreiten werden zwar nicht veröffentlicht, die malaysische Zentralbank hat jedoch deutlich gemacht, dass sie nach wie vor ein Wechselkursziel verfolgt und keine abrupte Aufwertung zulassen wird. Unter diesen Voraussetzungen kam es unmittelbar nach Bekanntgabe der Wechselkursfreigabe zu sehr starken spekulativen Kapitalzuflüssen. Dies macht deutlich, dass der Aufwertungsdruck weiter bestehen wird, solange der Wechselkurs nicht hinreichend korrigiert ist, um einen klaren Trend bei den Wechselkurserwartungen auszuschließen.

Ob es zu größeren Anpassungen der Wechselkurse gegenüber dem US-Dollar kommt, hängt nach wie vor von der chinesischen Wechselkurspolitik ab. Aufwertungen in Malaysia oder anderen Ländern dürften nicht sehr stark ausfallen und sich nicht erheblich auf die wirtschaftliche Entwicklung auswirken. Nachteile für die Exportindustrie würden dadurch gemildert, dass die Produktionskosten aufgrund des hohen Anteils an importierten Vorleistungen, deren Preise durch die Aufwertung sinken, gemindert würden. Moderate Aufwertungen der ostasiatischen Währungen würden auch nicht das Anziehen der Inflationsraten verhindern. Diese werden vor allem infolge höherer Preise bei Nahrungsmitteln und Energie in diesem Jahr im Mittel von 4,5 Prozent auf nahezu 5,5 Prozent steigen. Im nächsten Jahr dürfte sich der Preisauftrieb in der Region mit Abklingen dieser temporären Einflüsse wieder abschwächen.

Ressourcenboom in Russland gerät ins Stocken

Der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts in Russland hat sich seit dem zweiten Halbjahr 2004 deutlich verlangsamt und erreichte im ersten Quartal 2005 mit 5,2 Prozent seinen vorläufigen Tiefpunkt. Bemerkenswert ist, dass sich die Zunahme der Ölförderung deutlich verlangsamt hat. Die Zuwachsrate fiel von einem Spitzenwert von 12 Prozent Mitte 2003 auf 3 Prozent Mitte 2005. Gründe hierfür sind die Auswirkungen der Yukos-Affäre, steigende Steuersätze für die Unternehmen, Engpässe in der Exportinfrastruktur und strengere Lizenzierungsvorschriften. Außerhalb der Ölsektors scheint die Yukos-Affäre das Vertrauen in die Sicherheit von Eigentumsrechten allerdings nicht nachhaltig gestört zu haben. Darauf deuten die starken Zuflüsse an Direktinvestitionen hin, die in der ersten Jahreshälfte 2005 bereits den Wert des letzten Jahres erreichten.

Diese Zuflüsse stellen jedoch für die Geldpolitik ein Problem dar. Zusammen mit den ölpreisbedingt stark gestiegenen Exporterlösen sorgen sie für einen weiter anschwellenden Zustrom an Devisen, der es der Notenbank erschwert, die Preisentwicklung zu kontrollieren. In diesem Jahr dürfte die Inflationsrate auf etwa 13 Prozent steigen, nach 11 Prozent im Vorjahr. Gleichzeitig hat sich der Außenwert des Rubel weiter erhöht. Im ersten Halbjahr betrug die reale Aufwertung schon 8,5 Prozent, und die russische Zentralbank musste ihre Zielrate von 8 auf 10 Prozent anpassen.

Eine Aufgabe des Wechselkursziels – die hier freilich nicht unterstellt ist – könnte dafür sorgen, dass die spekulativen Kapitalzuflüsse abebben. Außerdem sollte die russische Regierung die Investitionsbedingungen verbessern. Unter den gegenwärtigen Bedingungen ist mit einem kräftigen Anstieg der Investi-

tionen nicht zu rechnen. Im Übrigen wird die Konjunktur dadurch gedämpft, dass die Ölförderung langsamer zunimmt und der Rubel weiter real aufwertet. Mittlerweile ist der Wettbewerbsvorteil aus der Abwertung im Zuge der Finanzmarktkrise im Jahr 1998 aufgezehrt. Angesichts des gestiegenen Inflationsdrucks kann die russische Zentralbank die geldpolitischen Zügel nicht weiter lockern, um die Konjunktur zu stützen. Wir erwarten, dass unter diesen Bedingungen die gesamtwirtschaftliche Expansion auf 5,5 Prozent in diesem und 4,5 Prozent im nächsten Jahr zurückgeht.

Moderatere konjunkturelle Expansion in Lateinamerika

Der Aufschwung in Lateinamerika hat im ersten Halbjahr 2005 deutlich an Kraft verloren. Zum einen machte sich die Verschlechterung der weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen bemerkbar. Die Exporte stiegen aufgrund der schwächeren Weltkonjunktur weniger dynamisch, die anziehenden internationalen Zinsen ließen die Kreditkosten wieder steigen und die Preise für eine Reihe von Rohstoffen, die als Exportgüter wichtig sind, gaben zuletzt nach. Zum anderen sind auch interne Faktoren für die Verlangsamung der gesamtwirtschaftlichen Expansion verantwortlich. Angesichts der kräftigen konjunkturellen Expansion drohte sich die Inflation in Lateinamerika im letzten Jahr wieder zu beschleunigen, und die Zentralbanken mussten die Inflationsziele wieder stärker ins Visier nehmen. Sie begannen Mitte letzten Jahres, die geldpolitischen Zügel anzuziehen. Inzwischen scheint dieser Zinserhöhungszyklus aber abgeschlossen zu sein.

Anders als zum Ende früherer Expansionsphasen erfolgt die Anpassung an die veränderten Rahmenbedingungen sehr schnell, und die wirtschaftliche Entwicklung erweist sich bei negativen Einflüssen als vergleichsweise robust. So kehren die Investoren trotz zunehmender politischer Turbulenzen in Brasilien, in Venezuela und in Argentinien nach Lateinamerika zurück. Offenbar ist das Vertrauen in die Volkswirtschaften Lateinamerikas wieder gestiegen. Die Direktinvestitionen haben vor allem in Mexiko, Chile, Kolumbien und Brasilien zugenommen. Argentinien zieht sogar mit Staatsanleihen in inländischer Währung bereits wieder ausländische Investoren an. Günstig macht sich hier bemerkbar, dass die internationalen Anleger weiter auf der Suche nach renditeträchtigen Anlagen sind und deshalb bereit, höhere Risiken einzugehen. Hinzu kommt, dass die Risikoposition der lateinamerikanischen Länder im historischen Vergleich noch günstig ist. Zwar nehmen die Leistungsbilanzüberschüsse aufgrund aufgewerteter Währungen und schwächerer Auslandsnachfrage ab; für keines der sieben Länder sind aber für dieses oder das nächste Jahr hohe Leistungsbilanzdefizite von über 3 Prozent zu erwarten.

Betrachtet man die drei größten Volkswirtschaften, so zeigt sich indes ein durchaus heterogenes Bild. In Brasilien wird die Konjunktur nach wie vor von den Exporten und in zunehmendem Maße auch von den privaten Investitionen getragen. Die Zentralbank reagierte auf das Anziehen der Inflationsrate mit steigenden Leitzinsen, die seit September vergangenen Jahres in mehreren Schritten auf 19,75 Prozent angehoben wurden. Begleitet wurde dies durch eine Fiskalpolitik, die die Budgetdefizite weiter deutlich zurückführte. Trotz

der zunehmenden politischen Turbulenzen scheint die Regierung diese Politik fortsetzen zu können. Dies dürfte das Vertrauen in die Wirtschaftspolitik stärken und der Zentralbank den Spielraum verschaffen, einen Rückgang der sehr hohen Realzinsen herbeizuführen und dadurch die Konjunktur zu stützen.

Weniger nachhaltig erscheint die wirtschaftliche Entwicklung in Mexiko und Argentinien. In Mexiko werden die dank gestiegener Ölpreise höheren Staatseinnahmen in erster Linie dazu genutzt, die Staatsausgaben zu erhöhen. Außerdem werden die Investitionen weniger kräftig ausgeweitet als in Brasilien. Auch in Argentinien ist die Wirtschaftspolitik mittlerweile deutlich expansiv ausgerichtet. In der Folge hat sich die Inflation hier merklich beschleunigt, und die Leistungsbilanz wird in diesem Jahr wieder spürbar ins Defizit rutschen, nachdem im vergangenen Jahr ein Überschuss von 2 Prozent in Relation zum Bruttoinlandsprodukt erzielt wurde. Im positiven Sinn vom Trend abgekoppelt haben sich dagegen Chile und – in eingeschränktem Maße – Peru. Das Wirtschaftswachstum liegt über dem regionalen Durchschnitt, und bei Inflationsraten von weniger als 5 Prozent verläuft die konjunkturelle Entwicklung stetiger als in den anderen Ländern.

Alles in allem erwarten wir, dass die gesamtwirtschaftliche Expansion in der Region nach dem Rekordergebnis des vergangenen Jahres im Prognosezeitraum in ruhigeren Bahnen verläuft. Der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts wird in diesem und im nächsten Jahr aber immer noch bei etwa 4 Prozent liegen. Angesichts der stabilitätsorientierten Geld- und Finanzpolitik wird sich der Preisauftrieb wieder abschwächen; die Inflationsrate dürfte im regionalen Durchschnitt in die Nähe von 5 Prozent sinken.

Ausblick: Weiter deutliche Expansion der Weltwirtschaft

Trotz des erheblichen Gegenwindes vonseiten der Energiepreise erwarten wir, dass die Weltproduktion vorerst weiter deutlich ausgeweitet wird. Die monetären Rahmenbedingungen sind nach wie vor sehr günstig. Dies dürfte auch in den kommenden Monaten so bleiben, sofern die relative Ruhe an den Devisenmärkten und die positive Stimmung an den Anleihemärkten anhält. Allerdings dürfte im Verlauf des Prognosezeitraums die absehbare weitere Anhebung der US-Notenbankzinsen auch einen allmählichen Anstieg der Kapitalmarktzinsen zur Folge haben, so dass sich die Anregungen von dieser Seite im nächsten Jahr etwas verringern. In den Vereinigten Staaten wird der Hurrikan Katrina wohl keine deutlichen Spuren hinterlassen; unterstellt ist dabei, dass es gelingt, die Ausfälle der Produktion im Ölsektor zeitlich eng zu begrenzen. Aller Erfahrung nach wird die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in großen Volkswirtschaften durch Naturkatastrophen nicht erheblich beeinflusst. Allerdings wird die Straffung der Geldpolitik zu einer allmählichen Verlangsamung der US-Konjunktur führen. Insbesondere dürfte die Nachfrage der privaten Haushalte nach und nach weniger lebhaft expandieren. Gleichzeitig dürfte jedoch die konjunkturelle Dynamik in Japan und in Westeuropa etwas zulegen, so dass sich der Produktionsanstieg in den Industrieländern insgesamt in wenig verändertem Tempo fortsetzt. Der Ölpreis bleibt nach unserer Einschätzung zwar hoch, mit einem weiteren er-

heblichen Anstieg rechnen wir jedoch nicht, so dass die Belastungen von dieser Seite im Verlauf des kommenden Jahr allmählich nachlassen und die anhaltend expansive Geldpolitik zunehmend ihre Wirkung entfaltet. Für die Industrieländer insgesamt rechnen wir mit einer Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts von 2,4 Prozent in diesem und 2,5 Prozent im nächsten Jahr, eine Rate die etwa der des Potentialwachstums entspricht. Der Verbraucherpreisauftrieb verharrt bei 2 Prozent, die Arbeitslosigkeit geht auch im kommenden Jahr nochmals zurück (Tabelle 9).

Tabelle 9:

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

	Gewicht ^a	Bruttoinlandsprodukt ^b			Verbraucherpreise ^{b,c}			Arbeitslosenquote ^d		
		2004	2005 ^c	2006 ^c	2004	2005 ^c	2006 ^c	2004	2005 ^c	2006 ^c
Euroland	30,6	2,0	1,2	1,7	2,1	2,1	1,7	8,9	8,7	8,4
Europäische Union 25	41,4	2,4	1,5	2,0	2,1	2,1	1,8	9,1	8,9	8,6
Schweiz	1,2	1,7	1,0	1,8	1,0	1,1	0,9	4,3	4,2	4,0
Norwegen	0,8	2,9	3,0	2,6	0,6	2,2	2,0	4,4	4,2	4,1
West- und Mitteleuropa	43,4	2,4	1,5	2,0	2,0	2,0	1,8	8,9	8,8	8,5
Vereinigte Staaten	38,1	4,4	3,6	3,4	2,7	3,1	3,1	5,5	5,0	4,6
Japan	15,3	2,7	1,9	1,8	0,0	-0,1	0,2	4,7	4,5	4,2
Kanada	3,2	3,0	2,8	3,0	1,9	2,2	2,0	7,2	7,0	6,8
Länder insgesamt	100,0	3,2	2,4	2,5	2,0	2,1	2,1	7,1	6,8	6,5

^a Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2004 (Prozent). — ^b Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). — ^c West- und Mitteleuropa (außer Schweiz): Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). — ^d Standardisierte Arbeitslosenquote (Prozent) nach dem ILO-Konzept. Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2003. — ^e Prognose.

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

Der Produktionsanstieg in den Schwellenländern schwächt sich im kommenden Jahr nochmals leicht ab. Wesentlich ist hierfür vor allem die Abkühlung in China, die wir für 2006 erwarten. Sie erfolgt nach unserer Erwartung aber sehr allmählich; das Risiko für einen Einbruch der Konjunktur im Reich der Mitte halten wir angesichts der nach wie vor starken Impulse durch die Integration in die Weltwirtschaft für gering. Die übrigen ostasiatischen Schwellenländer bleiben vor diesem Hintergrund auf einem Pfad kräftiger Expansion. Hingegen schwächt

sich die Produktionsausweitung in Lateinamerika und in Russland deutlicher ab, da in diesen Ländern strukturelle Defizite einem nachhaltig raschen Wachstum entgegenstehen. Alles in allem erwarten wir sowohl für 2005 als auch für 2006 eine Zunahme der Weltproduktion um reichlich 4 Prozent (Tabelle 10). Der Welthandel dürfte mit einer Rate von jeweils 7,5 Prozent weiter recht kräftig zulegen.

Tabelle 10:

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

	Bruttoinlandsprodukt ^d				Verbraucherpreise ^d			
	2003	2004 ^b	2005 ^c - 2006 ^c		2003	2004 ^b	2005 ^c	2006 ^c
Weltwirtschaft	3,9	5,0	4,1	4,1	3,6	3,4	3,5	3,2
darunter:								
Industrieländer	2,0	3,2	2,4	2,5	1,9	2,0	2,1	2,1
China	9,3	9,5	9,2	8,7	1,2	3,9	2,2	2,0
Ostasien ^d	4,3	5,7	4,4	4,7	2,7	3,5	3,7	3,5
Russland	7,3	7,1	5,5	4,5	13,7	10,9	12,9	10,5
Lateinamerika	1,9	5,8	4,1	3,7	10,7	6,0	6,3	5,3
<i>Nachrichtlich:</i>								
Welthandelsvolumen	5,0	10,5	7,5	7,5	.	.	.	.

^a Gewichtet gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2004 nach Kaufkraftparitäten. — ^b Teilweise geschätzt. — ^c Prognose. — ^d Ohne China und Japan.

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

Risiken für die konjunkturelle Entwicklung gehen vom Ölpreis aus. Angesichts der engen Märkte können unvorhergesehene Einschränkungen in der Produktion – wie zuletzt als Folge von Naturkatastrophen oder auch infolge politischer Spannungen – die Notierungen nochmals deutlich erhöhen. Auch ein unerwartet rascher Nachfrageanstieg würde sich vermutlich stark im Preis niederschlagen, etwa dann wenn die Nachfrage in den Vereinigten Staaten beispielsweise infolge weiter steigender Immobilienpreise eine größere Dynamik entfaltet als erwartet oder eine Beruhigung der Konjunktur in China abermals ausbleibt. Auf einen weiteren deutlichen Anstieg der Kapazitätsauslastung in den Vereinigten Staaten würde die US-Notenbank vermutlich mit einem merklich schärferen Kurs reagieren, um der Bildung von Inflationserwartungen zu begegnen. Dies könnte im späteren Verlauf des kommenden Jahres dann zu einer merklich ausgeprägteren Abschwächung der amerikanischen Konjunktur führen als hier prognostiziert. Schließlich ist bei der von uns erwarteten Entwicklung der internationalen Konjunktur damit zu rechnen, dass die Unterschiede in der Außenhandelsposition der verschiedenen Wirtschaftsräume

sich nicht verringern. Damit bleibt das Risiko bestehen, dass eine Anpassung schließlich durch die Finanzmärkte erzwungen wird, dass sich also die Wechselkursrelationen stark verändern oder es zu einem Anstieg der langfristigen US-Zinsen kommt, der die weltwirtschaftliche Expansion in Mitleidenschaft ziehen würde.

Summary

Robust Expansion of the World Economy

In the first half of 2005, the world economic expansion continued at a robust pace despite of another sharp increase in the price of oil. The slowdown of real GDP growth in the industrial countries in the second quarter compared to the first quarter did not reflect a weakening of the cyclical momentum, but reflected inventory adjustment in a number of countries, including the US and Japan. Inflation in the industrial countries remained remarkably moderate given the significant upward pressure stemming from energy prices. Outside the industrial countries, production continued to rise briskly, albeit generally not at the extraordinary high rates that were registered in 2004.

The more moderate expansion of the world economy did not lead to a more relaxed situation in the oil market as had been widely expected. Against this background, the current growth performance of the world economy looks remarkably robust. One important reason for the resilience of the world economy is the continued strong growth in China which has stimulated world trade over the past years significantly. Thus, the momentum of production and demand in China is not only a key factor explaining the rise in commodity prices, but also one explanation for the fact that the world economy so far has weathered the high prices for crude oil and other commodities relatively well. Another major support to economic activity came from continued favourable monetary conditions. Even in the US, with the Federal Funds Rate having been raised by a cumulative 250 basispoints, the real short-term interest is still historically low. Long-term interest rates are extremely low as well. Despite a long stretch of expansive monetary policies and unfavourable influences from commodity prices, inflationary pressure in the industrial countries remains subdued and, most importantly, inflationary expectations still seem to be well contained.

Despite of substantial headwinds from energy prices, world economic growth is expected to remain steady. Monetary conditions continue to be favourable, although the further increase in US money market rates will eventually lead to a gradual increase in long-term interest rates and reduce the stimulus from that side. The US economy is expected to lose some steam due to the monetary tightening. Growth in Japan and in Western Europe, on the other hand, is likely to accelerate somewhat. With oil prices stabilizing, continued monetary stimulus there will take more and more effect. Real GDP growth in the industrial countries as a whole is expected to increase by 2.4 percent this year and by 2.5 percent next year. Inflation will remain low at 2 percent, and unemployment should fall further, if only slightly.

Output growth in the emerging market economies is expected to slow down somewhat, mainly as a result of a gradual deceleration of growth in China. Growth in the other Asian emerging market economies is expected to remain on track. The expansion of output will slow down more significantly in Latin America and in Russia, as high growth is not sustainable given the structural deficiencies in many of these countries. All in all, world output is likely to rise by 4.1 percent in both 2005 and 2006. World trade is expected to grow by around 7.5 percent in both years.

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. August. London. Via Internet (10. August 2005) <<http://www.bankofengland.co.uk/inflationreport/ir05aug.pdf>>.
- Barrell, R., und O. Pomerantz (2004). Oil Prices and the World Economy. NIESR (National Institute of Economic and Social Research) Discussion Paper 242. London.
- Barsky, R., und L. Kilian (2004). Oil and the Macroeconomy Since the 1979s. *Journal of Economic Perspectives*. In Vorbereitung.
- Benner, J., A. Kamps, F. Oskamp, B. Sander und J. Scheide (2004). Weltkonjunktur überschreitet Höhepunkt. *Die Weltwirtschaft* (3): 227–254.
- Benner, J., K.-J. Gern, A. Kamps, F. Oskamp, B. Sander, J. Scheide und R. Schweickert (2005a). Geringere Dynamik der Weltkonjunktur. *Die Weltwirtschaft* (1): 1–35.
- Benner, J., K.-J. Gern und J. Scheide (2005b). Euroland: Leicht anziehende Konjunktur in Euroland. *Die Weltwirtschaft* (3). In diesem Heft.
- Bernhardsen, T. (2005). The Neutral Real Interest Rate. Norges Bank Staff Memo. 2005/1. 16. März. Oslo.
- BRC (British Retail Consortium) (2005). LRSM – London Sales worst ever after July Bombings. Via Internet (16. August 2005) <<http://www.brc.org.uk/details04.asp?id=712>>.
- Cabinet Office (2005). Quarterly Estimates of GDP. Via Internet (2. September 2005) <<http://www.esri.cao.go.jp/en/sna/menu.html>>.
- CIPS (The Chartered Institute of Purchasing & Supply) (2005). *PMJ Monthly Reports*. Stanford.
- Conference Board (2005). Consumer Confidence. Via Internet (31. August 2005) <<http://www.conference-board.org/economics/consumerConfidence.cfm>>.
- Congressional Budget Office (2005). Historical Budget Data. Via Internet (31. August 2005) <<http://www.cbo.gov>>.
- Deutsche Bundesbank (2005). *Monatsbericht*. Mai.
- Diehl, M., und R. Schweickert (2005). Monetary Management of Transition in China: Balancing Short-Run Risks and Long-Run Optimality. Kiel Economic Policy Papers 1. Kiel Institute for World Economics, Kiel.
- EUROFRAME (2005). Eurogrowth Indicator. Via Internet (29. August 2005) <<http://www.euroframe.org>>.
- Europäische Kommission (2005). Economic Forecasts. Spring. *European Economy* (12).
- Eurostat (2005a). *Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen*. Luxemburg.

- Eurostat (2005b). Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung: Bruttoinlandsprodukt. Via Internet (1. September 2005) <http://epp.eurostat.cec.eu.int/portal/page?_pageid=1996,39140985&_dad=portal&_schema=PORTAL&screen=detailref&language=de&product=EUROIND_NA&root=EUROIND_NA/euro_na/na_gdp/na010q1>.
- Eurostat (2005c). Verbraucherpreise: Harmonisierte Verbraucherpreisindizes – Gesamtindex. <http://epp.eurostat.cec.eu.int/portal/page?_pageid=1996,39140985&_dad=portal&_schema=PORTAL&screen=detailref&language=de&product=EUROIND_CP&root=EUROIND_CP/euro_cp/cp000>.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2005a). *Monatsbericht*. Mai. Frankfurt am Main.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2005b). *Monatsbericht*. Juli. Frankfurt am Main.
- EZB (Europäische Zentralbank) (2005c). *Monatsbericht*. August. Frankfurt am Main.
- Federal Reserve Bank of St. Louis (2005). Federal Reserve Economic Database. Via Internet (31. August 2005) <<http://www.research.stlouisfed.org/fred/>>.
- Gern, K.-J., A. Kamps, C.-P. Meier, F. Oskamp und J. Scheide (2003). Euroland: Erholung gewinnt allmählich an Fahrt. *Die Weltwirtschaft* (1): 57–94.
- GfK Martin Hamblin (2005). Consumer Spirit Resilient – July 2005. Via Internet (16. August 2005). <http://www.martinhamblyn-gfk.com/library/news_item.asp?newsID=164>.
- HWWA (Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv) (2005). HWWA-Rohstoffpreisindex. Via Internet (2. September 2005) <<http://www.hwwa.de/Forschung/Konjunktur/Rohstoffpreise/Uberblick.htm>>.
- Humphrey, T. M. (1975). Interest Rates, Expectations, and the Wicksellian Policy Rule. *Working Paper* 75-2. Federal Reserve Bank of Richmond. Richmond, Va.
- IMF (International Monetary Fund) (2005). *International Financial Statistics*. August. Washington, D.C.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2004). *Labour Force Statistics 1984–2004*. August. Paris.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2005a). *Main Economic Indicators*. Juli. Paris.
- OECD (Organization for Economic Cooperation and Development) (2005b). *International Trade by Commodities*. CD-ROM. Paris.
- Office for National Statistics (2005). *Economy*. Via Internet (26. August 2005) <<http://www.statistics.gov.uk/default.asp>>.
- Roach, S. (2004). Oil-shock Assessment. Via Internet (1. September 2005) <http://www.morganstanley.com/GEFdata/digests/20040819_thu.html>.
- US Department of Commerce (2005). Bureau of Economic Analysis: National Economic Accounts. Via Internet (31. August 2005) <<http://www.bea.doc.gov/bea/dn/home/gdp.htm>>.
- Wicksell, K. (1907). The Influence on the Rate of Interest on Prices. *Economic Journal* 17 (June): 213–220.
- Woodford, M. (2003). *Interest and Prices. Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton, N.J.