

Weinert, Günter

Article — Published Version

Zögerliche Erholung der Weltkonjunktur

Wirtschaftsdienst

Suggested Citation: Weinert, Günter (2003) : Zögerliche Erholung der Weltkonjunktur, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Springer, Heidelberg, Vol. 83, Iss. 1, pp. 51-58

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/42172>

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.

Günter Weinert

Zögerliche Erholung der Weltkonjunktur

Zu einer durchgreifenden Erholung der Weltwirtschaft ist es bisher nicht gekommen. Zwar wurde bereits zu Beginn des vergangenen Jahres die Rezession von 2001 überwunden.

Nachfrage und Produktion nahmen aber bis zuletzt nur verhalten zu, trotz einer insbesondere in den USA expansiven Wirtschaftspolitik. Große Unsicherheit nicht zuletzt in Folge geopolitischer Spannungen und sinkendes Vertrauen an den Finanzmärkten haben dazu erheblich beigetragen. Kommt es mit einem Nachlassen dieser dämpfenden Effekte in diesem Jahr zu einer deutlichen Aufwärtstendenz der Weltkonjunktur?

Die Weltwirtschaft befindet sich in einer anhaltenden Konjunkturlaute. Zwar war die Rezession, die sich im Jahre 2001 ergeben hatte, zu Beginn des vergangenen Jahres überwunden. Die in einzelnen Ländern zunächst sogar recht deutliche Erholung erwies sich aber als nicht nachhaltig. In den Industrieländern wurde die gesamtwirtschaftliche Produktion im späteren Verlauf des Jahres nur leicht ausgeweitet. Dass die Aufwärtstendenz zu Jahresbeginn nur vorübergehend war, spiegelt sich in der Entwicklung des Welthandels besonders deutlich wider (vgl. Schaubild 1). Zumeist stieg die gesamtwirtschaftliche Produktion langsamer als das Potential, so dass die Auslastung der Kapazitäten weiter sank und die Arbeitslosigkeit merklich zunahm. Das Wirtschaftsklima kühlte sich im zweiten Halbjahr weltweit wieder ab. Ein rapide sinkendes Vertrauen sowohl der Unternehmen als auch der privaten Haushalte (vgl. Schaubild 2) sowie ein zeitweilig drastischer Rückgang der Aktienkurse weckten sogar verschiedentlich die Furcht vor einem Rückfall in eine Rezession.

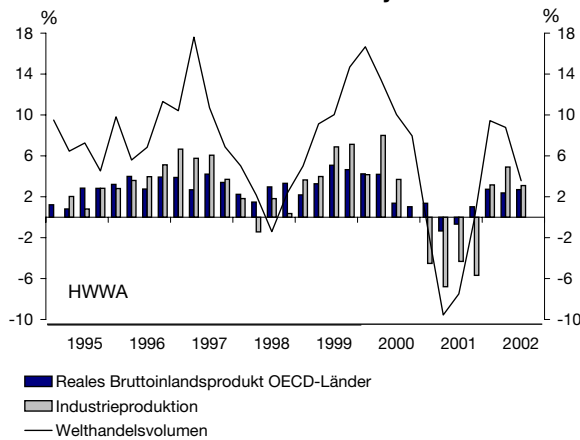
In der übrigen Welt stieg die Produktion ebenfalls nur verhalten, bei allerdings beträchtlichen regionalen Unterschieden. In den ostasiatischen Schwellenländern expandierte die gesamtwirtschaftliche Produktion sehr kräftig, wenn auch im weiteren Jahresverlauf verlangsamt. Dagegen verharrte Lateinamerika insgesamt in einer Stagnation. Die osteuropäischen Transformationsländer haben sich gegenüber der konjunkturellen Schwäche in Westeuropa zwar als relativ widerstandsfähig erwiesen, doch nahm die Produktion nur moderat zu.

Während die Rezession in den Industrieländern im Jahre 2001 im Vergleich zu ähnlichen früheren Phasen nicht zuletzt infolge einer sehr raschen Reaktion der Geldpolitik in den USA mild ausfiel, blieb die anschließende Belebung über ein Jahr lang trotz einer stark expansiv ausgerichteten Wirtschaftspolitik ungewöhnlich schwach. Die Zentralbanken hatten nach den Terroranschlägen vom 11. September die Leitzinsen nochmals kräftig gesenkt. Hinzu kamen – verschiedentlich massive – fiskalische Stützungsprogramme. Sie entfalteten jedoch nicht die zunächst erwartete Initialzündung. Offenbar stand dem eine Reihe dämpfender Faktoren entgegen. Diese sind teils längerfristiger bzw. struktureller Art, teils sind es kurzfristige, vorübergehende und zyklische Einflüsse. Zu den strukturellen Ursachen zählt insbesondere die anhaltende Schwäche des IT-Sektors. Hier hielten die Anpassungsprozesse nach der stürmischen Entwicklung in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre an. Nach der sehr kräftigen Expansion mit zweistelligen Zuwachsraten sank die Nachfrage zu Beginn dieses Jahrzehnts drastisch. Von dem niedrigen Niveau erholt sie sich zwar seit einiger Zeit, aber nur langsam.

Konterkariert wurde die expansive Wirtschaftspolitik zudem durch den weltweiten Fall der Aktienkurse (vgl. Schaubild 3). Dieser war auch Folge enttäuschter Aufschwungserwartungen. Darüber hinaus lösten in den USA weitere Bilanzskandale bei großen Unternehmen sowie die Revision der Produktionszahlen für die vergangenen Jahre Zweifel an der Wachstumsstärke des Landes aus. Belastend für Konjunktur wie Kurse wirkten schließlich die geopolitischen Spannungen seit dem vergangenen Sommer. Welches Gewicht die einzelnen Faktoren für die anhaltende Schwäche der Weltwirtschaft haben, ist nur schwer abzuschätzen,

Dr. Günter Weinert, 61, ist Mitarbeiter in der Abteilung „Internationale Makroökonomie“ im Hamburgischen Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA).

Schaubild 1
Indikatoren zur Weltkonjunktur¹



¹ Veränderungen gegenüber dem Vorquartal, auf Jahresraten hochgerechnet; Werte für 2. und 3. Quartal 2002 teilweise geschätzt.

Quelle: OECD, IWF; Berechnungen des HWWA.

zumal ihre Bedeutung für die einzelnen Regionen unterschiedlich ist.

Investitionen Konjunkturmotor?

Häufig wird die anhaltende realwirtschaftliche Schwäche vor allem auf die geopolitischen Unsicherheiten zurückgeführt. Es ist jedoch zu bezweifeln, dass sich die Weltkonjunktur mit einem Wegfall dieses Risikofaktors rasch und kräftig bessert. Zwar dürften sich dann die Klimaindikatoren spürbar erholen und die Aktienkurse stabilisieren. Nach den Erfahrungen des vergangenen Jahres ist daraus aber noch nicht auf einen baldigen Aufschwung zu schließen. Durch

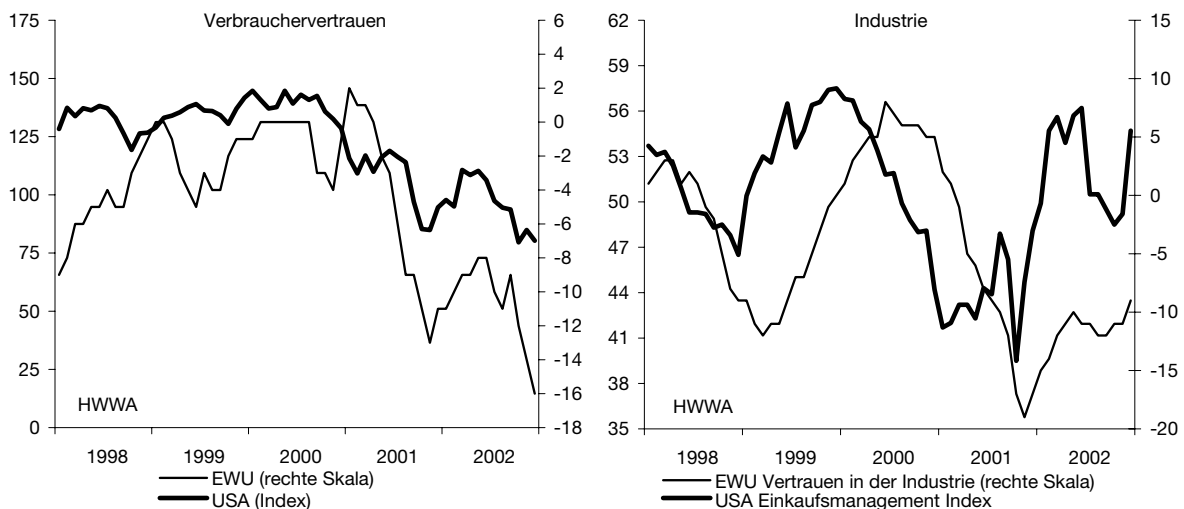
Annahmen

Geopolitische und finanzwirtschaftliche Entwicklungen sind nur mit hoher Unsicherheit zu prognostizieren. Für die Prognose der Konjunktur in den Industrieländern sind daher folgende Annahmen zu Grunde gelegt:

- zu einem Krieg gegen den Irak kommt es nicht, vielmehr beruhigt sich die Lage im Frühjahr;
- der Ölpreis wird sich von derzeit rund 30 \$ je Barrel auf etwa 25 \$ zurückbilden;
- die Aktienkurse halten sich vorerst auf dem gegenwärtigen Niveau und werden sich mit der konjunkturellen Erholung tendenziell festigen;
- die Relationen zwischen den großen Währungen verändern sich kaum; der Euro hält sich leicht über der Parität.

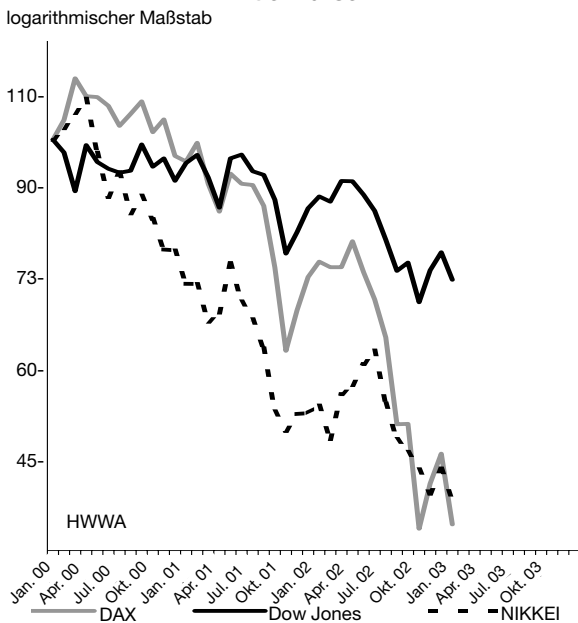
einen möglicherweise deutlichen Rückgang des Ölpreises wird auch die Nachfrage in den Ölimportländern gestärkt. Günstigere psychologische Bedingungen, nachlassende negative Vermögenseffekte, sich eher verbessernde Finanzierungsbedingungen und ein geringerer Realeinkommenszug in den ölimportierenden Ländern verbessern die Voraussetzungen für eine Erholung. Dem steht aber ein nach wie vor großer Konsolidierungsbedarf der Unternehmen bei niedriger Auslastung der Kapazitäten, ungünstiger Ertragslage und hoher Schuldenlast gegenüber. Die Investitions-

Schaubild 2
Klimaindikatoren



Quellen: Conference Board, Institute for Supply Management, Europäische Kommission.

**Schaubild 3
Aktienkurse¹**



¹ Januar 2000=100, jeweils Monatsanfang.

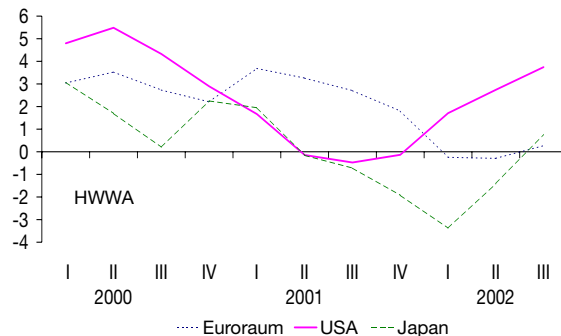
Quellen: OECD; Berechnungen des HWWA.

neigung, teilweise auch die Investitionsfähigkeit der Unternehmen dürfte daher vorerst verhalten bleiben. Hinzu kommt die in den vergangenen Jahren mit dem Fall der Aktienkurse kräftig gesunkene Bewertung von Unternehmen im Verhältnis zum Anlagevermögen¹. Den Veränderungen dieser Relation folgen häufig gleich gerichtete Änderungen der Investitionen.

Den Investitionen aber kommt für den weiteren Konjunkturverlauf eine erhebliche Rolle zu. Vom privaten Konsum sind in den meisten Ländern kaum Impulse zu erwarten. Bei einer zumeist moderaten Zunahme des verfügbaren Einkommens wird sich die private Konsumneigung wohl erst wieder erhöhen, wenn die Beschäftigungsperspektiven günstiger werden. Für die Finanzpolitik besteht in den größeren Ländern, außer in den USA, infolge deutlich gestiegener bzw. hoher Defizite kaum Spielraum für einen antizyklischen Kurs. Allerdings dürfte es vielfach Anregungen von außen geben. Als Impulsgeber kämen unter den gegenwärtigen weltwirtschaftlichen und wirtschaftspolitischen Bedingungen wohl insbesondere wieder die USA in Frage. Damit hängt für die meisten Länder eine Erholung vorerst in besonderem Maße davon ab, dass dort ein Aufschwung gelingt.

¹ In der Literatur wird diese Relation als Tobin's q bezeichnet; der amerikanische Ökonom hatte Ende der sechziger Jahre ihre Relevanz aufgezeigt.

**Schaubild 4
Binnennachfrage
(Vorjahresvergleich in %)**



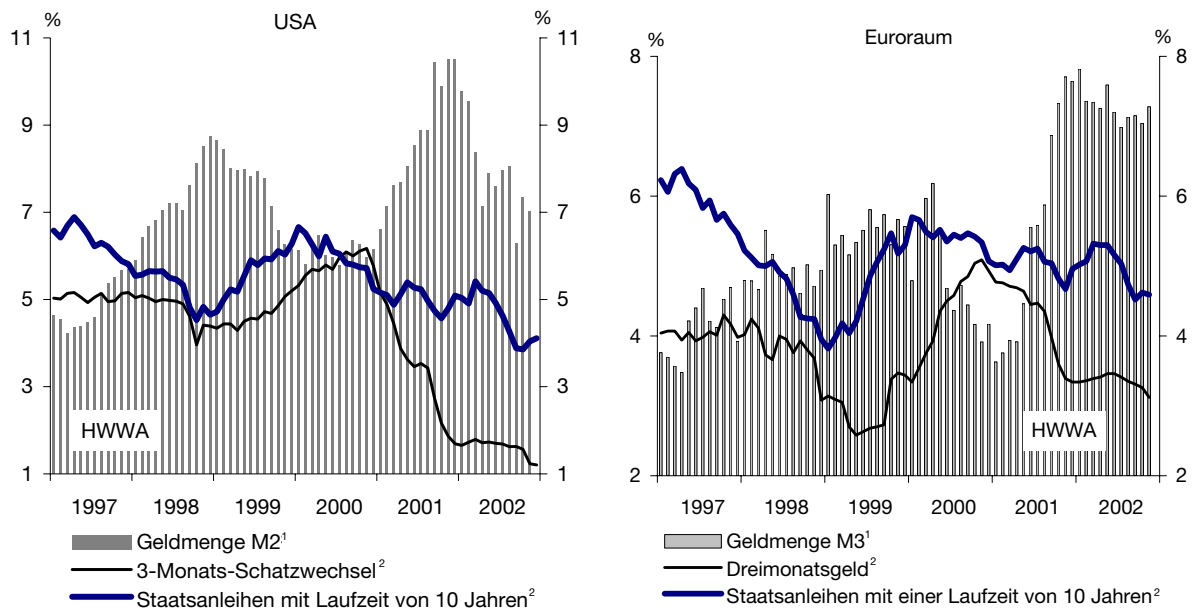
Quellen: OECD; Berechnungen des HWWA.

Hierin spiegelt sich zugleich ein Kernproblem der Weltwirtschaft wider, nämlich ihre starke Abhängigkeit von den USA. Sie hat sich in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre noch verstärkt, als die amerikanische Wirtschaft sehr kräftig expandierte. Im vergangenen Jahr nahm die gesamtwirtschaftliche Produktion dort zwar ebenfalls deutlich stärker zu als in den anderen großen Industrieländern. Mit einer Zuwachsrate von knapp 2½% übten die USA jedoch nicht mehr die Lokomotivfunktion aus wie in den Jahren bis zum Beginn des Abschwungs. Zugleich offenbart sich in der anhaltenden Abhängigkeit von den USA die Unfähigkeit anderer Regionen, eine hinreichende Eigendynamik zu entwickeln. Insbesondere im Euroraum, dessen wirtschaftliches Gewicht dem der USA annähernd entspricht, und in Japan hat die Binnennachfrage bis zum vergangenen Herbst nur leicht zugenommen (vgl. Schaubild 4). Eine bemerkenswerte Eigendynamik haben lediglich die ostasiatischen Schwellenländer entfaltet.

USA vor einer deutlichen Erholung

Die konjunkturellen Perspektiven für die USA haben sich mit der geplanten weiteren kräftigen fiskalischen Stimulierung erheblich verbessert. Vor allem ein Vorziehen von Teilen der mehrstufigen Senkung der Einkommensteuer wird den privaten Konsum stärken. Insgesamt beläuft sich der fiskalische Impuls in diesem Jahr auf 0,7% des Bruttoinlandsprodukts. Darüber hinaus dürften von den für das nächste Jahr vorgesehenen weiteren Stützmaßnahmen Ankündigungseffekte ausgehen. Zudem ist die Geldpolitik nach der erneuten Leitzinssenkung vom vergangenen November um einen halben Prozentpunkt auf 1¼% sehr expansiv ausgerichtet (vgl. Schaubild 5).

Schaubild 5
Monetäre Indikatoren



¹ Vorjahresvergleich in %; ² Zinssatz.

Quellen: OECD; Berechnungen des HWWA.

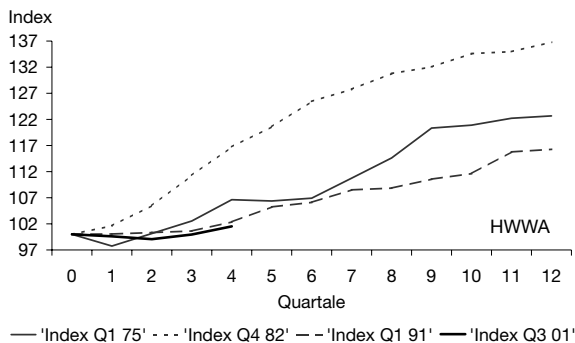
Das Vertrauen von Investoren und Konsumenten, in dem sich die Reaktionen auf wirtschaftspolitische Maßnahmen am raschesten zeigen, hat sich gegen Ende des vergangenen Jahres wieder gefestigt, wenngleich von relativ niedrigem Niveau aus. Grundsätzlich erleichtert es der erneute Zinsschritt den Unternehmen auch, die Konsolidierung ihrer Finanzen voranzubringen. Nach erheblichen Rationalisierungen und Kosteneinsparungen, nicht zuletzt über Entlassungen, haben zudem die Gewinne die Talsohle durchschritten. Eine Wende in der Ertragsentwicklung hat sich in früheren Zyklen als Ausgangspunkt für eine Erholung der Investitionen erwiesen.

Mehrere Faktoren sprechen aber dafür, dass diese verhalten sein wird, nachdem die Ausrüstungsinvestitionen bisher ähnlich lange wie vor der Erholung zu Beginn der neunziger Jahre schwach geblieben waren (vgl. Schaubild 6). Die sehr niedrige Auslastung der Anlagen in vielen Bereichen bietet den Unternehmen die Möglichkeit, auch eine rascher als erwartet steigende Nachfrage kurzfristig zu bedienen. Zu Erweiterungen der Kapazitäten dürfte es daher vorerst allenfalls in geringem Maße kommen, so dass insbesondere die gewerblichen Bauinvestitionen vorerst schwach bleiben. Die Ausrüstungsinvestitionen, die seit dem vergangenen Frühjahr wieder gestiegen sind, werden aus Gründen der Rationalisierung und Moder-

nisierung weiter zunehmen. Sie hatten schon bisher maßgeblich dazu beigetragen, dass der gesamtwirtschaftliche Produktivitätsanstieg, anders als in früheren Phasen konjunktureller Schwäche, kaum durch den Abschwung verlangsamt war. Auf eine vorerst noch zurückhaltende Investitionsneigung wirkt auch die Notwendigkeit einer Verbesserung der Unternehmensbilanzen hin. Zudem ist die gesamtwirtschaftliche Investitionsquote in den beiden vergangenen Jahren zwar deutlich gesunken. Aber sie ist immer noch höher als in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre, als sie in Folge des IT-Booms stark gestiegen war, und deutlich höher als im langfristigen Durchschnitt (vgl. Schaubild 7). Schließlich haben sich die Finanzierungsbedingungen für viele Unternehmen nach dem starken Fall der Aktienkurse verschlechtert, zumal die Banken bei kräftig gestiegenen Forderungsausfällen und schwacher Ertragslage die Risikovorsorge erhöhen.

Der private Konsum blieb mit einem Zuwachs um annähernd 3% im Laufe des vergangenen Jahres sehr robust, obwohl sich die Sparquote der privaten Haushalte um rund zwei Prozentpunkte erhöhte; rein rechnerisch ging ein großer Teil der Steuersenkung in die Ersparnisbildung. Der Vermögensverlust in Folge des weiteren Falls der Aktienkurse beeinträchtigte die private Konsumneigung nur mäßig, auch weil der damit verbundene negative Effekt zu einem erheblichen

Schaubild 6
Ausrüstungsinvestitionen in den USA
in Erholungsphasen¹



— 'Index Q1 75' - - - 'Index Q4 82' - · - 'Index Q1 91' — 'Index Q3 01'

¹ Quartal am Beginn der Erholung=100.

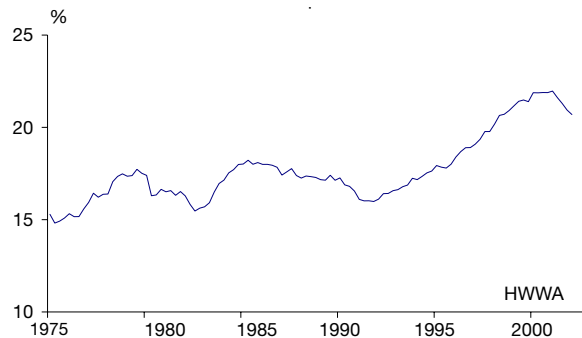
Quellen: OECD; Berechnungen des HWWA.

Teil durch den weiter deutlichen Anstieg der Preise für Einfamilienhäuser aufgewogen wurde. Darüber hinaus haben die privaten Haushalte die in den vergangenen Jahren gesunkenen Hypothekenzinsen für Umschuldungen genutzt. Diese positiven Wirkungen dürften zwar allmählich schwächer werden, doch andererseits werden auch die dämpfenden Effekte von Seiten des Vermögensverlustes bei Aktien bei der unterstellten Kursstabilisierung nachlassen. Vor allem aber wird das verfügbare Einkommen in Folge der weiteren kräftigen Senkung der Einkommensteuer beschleunigt steigen. Da sich zudem mit einer Erholung der privaten Investitionen die Beschäftigungsperspektiven allmählich wieder verbessern, wird die Sparquote kaum weiter erhöht. Der private Verbrauch dürfte daher im weiteren Jahresverlauf verstärkt ausgeweitet werden.

Von der Außenwirtschaft wird insgesamt ein negativer Wachstumsbeitrag auf die Konjunktur in den USA ausgehen. Die Abwertung des Dollar mildert diesen Effekt nur leicht. Denn der Import wird wohl bei dem anhaltenden konjunkturellen Vorlauf der USA weiterhin rascher als die Ausfuhr steigen. Deren Zunahme wird sich angesichts der verhaltenen Konjunkturentwicklung in der übrigen Welt nur allmählich beschleunigen. Der negative Außenbeitrag wird aber nur noch mäßig steigen; infolge der abwertungsbedingten Verschlechterung der Terms of Trade jedoch wird das Defizit in der Leistungsbilanz auf reichlich 5% steigen.

Insgesamt wird sich die konjunkturelle Erholung in den USA im Laufe dieses Jahres festigen; wenn die Unsicherheit über einen Krieg gegen den Irak schwindet, könnte es zunächst zu einem beschleunigten Anstieg kommen. Gegenüber dem vergange-

Schaubild 7
Investitionsquote USA¹



¹ Anlageinvestitionen in Relation zum realen Bruttoinlandsprodukt, in %.

Quellen: OECD; Berechnungen des HWWA.

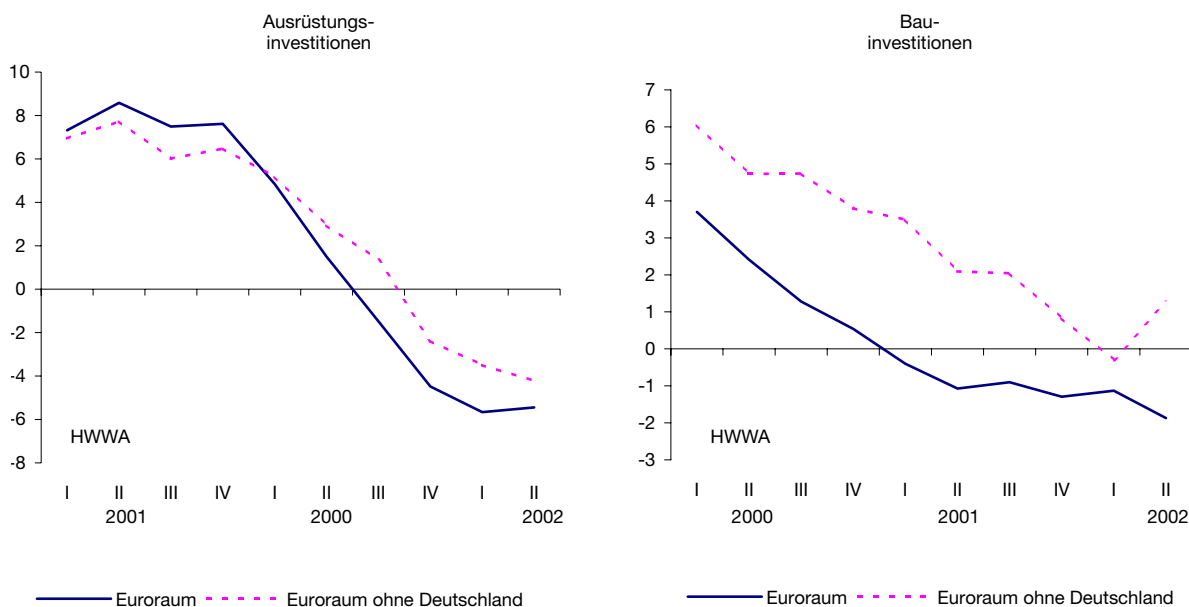
nen Jahr dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt um etwa 2% steigen. Dies entspricht annähernd dem Potentialwachstum. Erst 2004 dürfte ein „richtiges“ Aufschwungsjahr werden. Die Arbeitslosigkeit wird dabei nur langsam zurückgehen. Angesichts der nach wie vor niedrigen, zunächst noch nicht steigenden Auslastung des Produktionspotentials dürfte der Preisanstieg verhalten bleiben, zumal der Ölpreis wieder sinken wird.

Kurzfristig erreicht die Wirtschaftspolitik in den USA damit das Ziel, Nachfrage und Produktion zu stärken. Ein derart expansiver Kurs ist aber nicht über längere Zeit durchzuhalten. Ob sich dieser Policy Mix auch mittelfristig bewährt, erscheint fraglich. Die Geldpolitik wird zwar, wenn sich ein Aufschwung durchsetzt, die Zügel relativ rasch und flexibel wieder anziehen. Deshalb erscheinen die inflationären Risiken von dieser Seite her begrenzt. Unsicher ist aber, ob die Finanzpolitik bei einer Erholung rasch genug auf einen Konsolidierungskurs einschwenkt. Andererseits ist eine so rasche Ausweitung des öffentlichen Defizits wie gegenwärtig nur für begrenzte Zeit möglich. Mit der Notwendigkeit einer Rückkehr zu einer nachhaltigen Finanzpolitik ist nicht auszuschließen, dass die Konjunktur in den USA erst einmal in einen politischen Zyklus gerät, zumal 2004 Präsidentschaftswahlen anstehen.

Nur leichte Erholung in Japan

Für Japan bleibt die Aussicht auf eine konjunkturelle Erholung nicht sehr günstig. Die Antriebskräfte im Innern sind nach wie vor schwach. Die Geldpolitik wird zwar bei fortgesetzter Nullzinspolitik und einer mit Hilfe unkonventioneller Maßnahmen, insbesondere dem umfangreichen Kauf öffentlicher Anleihen, kräftigen

Schaubild 8
Investitionen im Euroraum¹
 (Vorjahresvergleich in %)



¹ Berücksichtigt sind Deutschland, Finnland, Frankreich, Italien, Österreich, Portugal und Spanien, für die Angaben über die Ausrüstungs- und die Bauinvestitionen vorliegen. Im Jahr 2001 entfielen auf diese Länder 85% der Anlageinvestitionen des Euroraums insgesamt.

Quellen: OECD; Berechnungen des HWWA.

Liquiditätsausweitung auf einem deutlich expansiven Kurs bleiben. Angesichts der nach wie vor erheblichen strukturellen Probleme im Finanzsektor und im übrigen Unternehmenssektor dürfte sie aber vorerst in der Deflationsfalle bleiben. Zudem ist die Finanzpolitik nach der in den vergangenen Jahren kräftig, auf über 140% des Bruttoinlandsprodukts gestiegenen öffentlichen Verschuldung nicht mehr in der Lage, über ein verstärktes „deficit spending“ Impulse zu geben. Um das Vertrauen in die Stabilität der öffentlichen Finanzen nicht zu gefährden, ist vielmehr ein Übergang auf einen Konsolidierungskurs geplant. Das Defizit soll jedoch zunächst wenig, auf etwa 7% des Bruttoinlandsprodukts, zurückgeführt werden, um einen negativen fiskalischen Schock zu vermeiden.

Die Hoffnungen auf eine konjunkturelle Belebung ruhen auf dem Export; er hatte im ersten Halbjahr 2002 sehr kräftig, danach aber nur noch wenig zugenommen. Mit der Erholung der Weltkonjunktur wird die Ausfuhr wieder deutlich steigen, gefördert durch die Regionalstruktur, mit den konjunkturell international vorangehenden USA und den ostasiatischen Schwellenländern als wichtigsten Handelspartnern. Allerdings hat sich die internationale Wettbewerbsposition japanischer Anbieter im Laufe des vergangenen Jahres

wechselkursbedingt wieder verschlechtert. Trotz der erheblichen Aufwertung gegenüber dem Dollar wurde aber noch nicht wieder zugunsten eines niedrigeren Yen-Kurses interveniert.

Deutlich zunehmende Exporte dürften auf eine Wende bei den gewerblichen Investitionen hinwirken, die seit Anfang 2001 gesunken sind. Der private Konsum, der sich im vergangenen Jahr merklich erholt hatte, dürfte aufwärts gerichtet bleiben. Insgesamt wird das reale Bruttoinlandsprodukt im Jahresergebnis erstmals seit zwei Jahren wieder zunehmen, wenn auch wegen des niedrigen Ausgangsstandes mit rund 1% nur mäßig. Die Arbeitslosigkeit wird hoch bleiben. Bei einer nur langsam wieder steigenden Auslastung der Kapazitäten bleibt der Wettbewerb hart. Da zudem die Löhne nur wenig steigen, die Produktivität aber konjunkturbedingt etwas rascher zunimmt, werden die Preise trotz der kräftigen Expansion der Zentralbankgeldmenge vorerst weiter zurückgehen. Allerdings wird sich die Deflation wohl allmählich abschwächen.

Wenig Impulse für den Euroraum

Auch im Euroraum hinkt die Konjunktur erheblich hinter der Entwicklung in den USA her. Bei einem ge-

Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Industrieländern

Jahr	Reales Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote ¹		
	Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in %						in %		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
Westeuropa	1,6	1,0	1,6	2,3	2,0	1,8	7,2	7,4	7,6
EWU	1,5	0,8	1,5	2,5	2,2	1,7	8,0	8,3	8,5
USA	0,3	2,4	2,7	2,8	1,6	1,8	4,8	5,8	6,0
Japan	-0,9	-0,6	1,3	-0,7	-0,9	-0,4	5,0	5,4	5,2
Industrieländer ²	0,6	1,5	2,1	2,2	1,7	1,7	6,0	6,5	6,7

¹Arbeitslose in % der Erwerbspersonen, standardisiert. ²Summe der aufgeführten Länder, Gewichtung nach Bruttoinlandsprodukt bzw. privatem Verbrauch bzw. Zahl der Erwerbspersonen 2001.

Quellen: Eurostat, OECD, nationale Statistiken; 2002 teilweise aufgeschätzt, 2003: Prognose des HWWA.

ringeren Wachstumsbeitrag von Seiten der Außenwirtschaft nahm die Binnennachfrage nur schleppend zu. Die Anlageinvestitionen sind seit dem Frühjahr 2001 sogar merklich zurückgegangen. Dazu hat die Schwäche der Investitionsneigung in Deutschland erheblich beigetragen; dies gilt nicht nur für den weiteren Rückgang der Bauinvestitionen, sondern auch für die Investitionen in Ausrüstungen, die erheblich stärker als im übrigen Euroraum gesunken sind (vgl. Schaubild 8). Im Sommer haben sich die Anlageinvestitionen im Euroraum aber auf niedrigem Niveau stabilisiert.

Die Geldpolitik ist seit Herbst 2001 expansiv ausgerichtet. Darauf deutet die Ausweitung der Geldmenge hin, die mit einer Rate von reichlich 7% im Vorjahresvergleich weiterhin deutlich über den von der EZB auch für dieses Jahr auf 4,5% festgelegten Referenzwert hinausgeht, wenn auch zum Teil in Folge von Sondereinflüssen. Zudem sind die kurzfristigen Zinsen erheblich niedriger als der Taylor-Zins²; im langfristigen Vergleich sind sie ebenfalls – auch real – niedrig. Dennoch und trotz des seit längerem mit einem Anstieg der Verbraucherpreise von mehr als 2% verletzten Ziels der Preisstabilität hat die Europäische Zentralbank die Zinsen im vergangenen Dezember erneut um einen halben Prozentpunkt auf 2% herabgesetzt. Maßgeblich hierfür waren die nach wie vor mäßigen kurzfristigen wirtschaftlichen Aussichten und die erheblichen konjunkturellen Risiken. Erleichtert wurde dieser Schritt aber auch durch günstigere Preisprospektiven. Die jüngste Aufwertung des Euro stärkt die Stabilitätserwartungen. Zugleich mindert sie aber

² Vgl. E.U. Fieber: Konjunkturschlaglicht: Geldpolitik deutlich expansiv, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 82. Jg. (2002), Heft 12, S. 755 f.

auch die durch den Zinsschritt bedingte Verbesserung der monetären Rahmenbedingungen. Unter diesen Umständen dürfte die EZB die Leitzinsen angesichts der anhaltenden Konjunkturlaute vorerst auf dem gegenwärtigen Stand halten.

Die Finanzpolitik, die im vergangenen Jahr noch deutlich expansiv ausgerichtet war, wirkt in diesem Jahr restriktiv. Ausschlaggebend dafür sind die Konsolidierungsbemühungen insbesondere in Deutschland und in Portugal, wo das gesamtstaatliche Defizit die im Stabilitäts- und Wachstumspakt vereinbarte Obergrenze von 3% in Relation zum Bruttoinlandsprodukt im vergangenen Jahr deutlich überschritt; ohne erhebliche Maßnahmen zur Rückführung ginge es in diesem Jahr ebenfalls erheblich über diese Grenze hinaus. Aber auch Frankreich und Italien hinken in der Konsolidierung weit hinter den noch in den Stabilitätsprogrammen 2001 dargelegten Projektionen her. Zwar ist das Ziel eines annähernden Abbaus der gesamtstaatlichen Defizite bis zum Jahre 2004 obsolet. Die Problemländer haben sich aber verpflichtet, das strukturelle Defizit von diesem Jahr an – Frankreich ab 2004 – jährlich um mindestens 0,5% zu verringern. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt, der sicherstellt, dass die für den Euroraum zentralisierte Geldpolitik durch eine institutionell gesicherte Solidität und Nachhaltigkeit der nationalen – dezentralisierten – Finanzpolitik nicht konterkariert wird, bleibt erhalten.

In den übrigen Mitgliedsländern wirken die automatischen Stabilisatoren voll, teilweise ergriffen Regierungen auch expansive Maßnahmen. Angesichts ihres geringen Gewichts ist der davon ausgehende Effekt jedoch zu gering, um die kontraktiven fiskalischen Effekte der Konsolidierungsländer aufzuwiegen. Insgesamt gehen von der Finanzpolitik im Euroraum dämpfende Effekte aus. Mit der zumindest für dieses Jahr leicht restriktiven Ausrichtung der Finanzpolitik werden die expansiven monetären Wirkungen geschwächt. Bei diesem Policy Mix dürfte die Makropolitik nur wenig anregend wirken.

Unter diesen Umständen wird die Konjunktur im Euroraum nur allmählich an Fahrt gewinnen. Anregungen sind am ehesten von außen zu erwarten. Insbesondere die Festigung der Konjunktur in den USA wird auf den

³ Seit Beginn des vergangenen Jahres wertete der Euro gegenüber dem Dollar um rund 18%, auf 1,05 US-\$, auf. Die Wettbewerbsfähigkeit europäischer Anbieter hat sich dadurch erheblich verschlechtert. Sie ist aber immer noch günstig. Der Gleichgewichtskurs wird verschiedenen Rechnungen zu Folge auf 1,07 US-\$ bis 1,26 US-\$ geschätzt. Vgl. Europäische Zentralbank: Wirtschaftliche Fundamentalfaktoren und der Wechselkurs des Euro, in: Monatsbericht, Januar 2002, S. 56 f. Real war die Aufwertung des Euro erheblich geringer.

Euroraum ausstrahlen. Allerdings werden die Anregungen durch die inzwischen deutliche Aufwertung des Euro³ gedämpft, sei es direkt aufgrund von Einbußen von Marktanteilen europäischer Anbieter, sei es indirekt, weil Außenhandelsunternehmen Marktanteile durch eine Senkung der Preise in Euro aufrecht zu erhalten suchen. Die dadurch verringerte Ertragsspanne schwächt die Investitionsneigung. Andererseits trägt die Aufwertung des Euro zu einer Verbesserung der Terms of Trade bei und stärkt das im Inland verbleibende Einkommen. Der – dämpfende – Netto-Effekt der Aufwertung ist insofern erheblich geringer.

Angesichts einer Exportquote von rund 14% des Bruttoinlandsprodukts hält sich der Effekt von Seiten der Auslandsnachfrage jedoch in Grenzen. Allerdings dürfte sich mit der weltweiten Verbesserung des wirtschaftlichen Klimas und der Perspektiven auch im Euroraum die Stimmung aufhellen. Dennoch werden die Ausrüstungsinvestitionen, die üblicherweise am raschesten einer günstigeren Exportentwicklung folgen, angesichts der niedrigen Auslastung des Produktionspotentials nur allmählich wieder steigen. Der private Konsum reagiert normalerweise später. Da das verfügbare Einkommen bei vorerst kaum zunehmender Beschäftigung und verschiedentlich steigenden Steuer- und Sozialabgaben trotz eines nachlassenden Preisanstiegs weiter nur langsam zunehmen wird und die Arbeitsmarktperspektiven noch ungünstig bleiben, dürfte er erst im weiteren Verlauf an Fahrt gewinnen. Die gesamtwirtschaftliche Produktion wird unter diesen Umständen in diesem Jahr mit annähernd 1½% (vgl. Tabelle) erneut langsamer steigen als das Produktionspotential. Die Auslastung der Kapazitäten geht dabei vorerst noch zurück. Ein Aufschwung dürfte sich erst im Jahre 2004 durchsetzen.

Bei der niedrigen Auslastung des Produktionspotentials und in Folge der merklichen Aufwertung des Euro wird der Wettbewerb intensiv sein. Zusammen mit einem eher wieder langsameren Anstieg der Lohnstückkosten und dem – erwarteten – Rückgang des Ölpreises führt dies zu einer merklichen Beruhigung des Preisauftriebs. Im Jahresdurchschnitt wird die Teuerungsrate 1,8% betragen.

Die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum wird in diesem Jahr mit einer zunehmenden Differenzierung einhergehen. Dies ist auch Folge wirtschaftspolitischer Einflüsse. Bei einem für alle Mitgliedsländer einheitlichen nominalen Zinssatz „profitieren“ zumindest kurzfristig jene mit einem überdurchschnittlichen Preisanstieg von einem niedrigeren Realzins

gegenüber Mitgliedern mit niedriger Teuerungsrate. Dieser Effekt wird gegenwärtig dadurch verschärft, dass zu letzteren Länder gehören, die unter starkem Konsolidierungsdruck stehen. Der unterschiedliche Handlungsspielraum der Finanzpolitik ist aber auf Konsolidierungserfolge bzw. -versäumnisse der Mitgliedsländer in der Vergangenheit zurückzuführen. Insbesondere in der gegenwärtigen Konjunkturlaute ergibt sich hieraus für den Euroraum eine erhebliche Belastungs-, aber auch Bewährungsprobe.

Risiken

Die Prognose einer allmählichen Festigung der Konjunktur in den Industrieländern im Laufe dieses Jahres ist sehr prämissensensitiv. Nicht zuletzt das neue Konjunkturprogramm in den USA könnte über günstigere wirtschaftliche Erwartungen und über deutlich steigende Aktienkurse die Rahmenbedingungen für Investitionen und Konsum stärker verbessern als hier erwartet. Davon würde auch die Weltwirtschaft profitieren. Die Risiken nach unten erscheinen aber nach wie vor größer. Sollten die geopolitischen Spannungen, anders als hier unterstellt, doch über das Frühjahr hinaus bestehen oder sollte es gar zu einem Krieg gegen den Irak kommen, ergäben sich aus einer dann anhaltenden Unsicherheit weiter dämpfende Einflüsse. Besonders groß ist in diesem Falle das Risiko eines höheren Ölpreises als unterstellt.

Ein weiteres Risiko ergibt sich aus dem hohen, weiter steigenden Leistungsbilanzdefizit für den Außenwert des Dollar. Die expansive Finanzpolitik geht zudem mit einer rasch steigenden Neuverschuldung des Staates einher. Die Rückkehr der Zwillingsdefizite erhöht dieses Risiko, wurden sie doch vielfach als Grund für die Dollarschwäche in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre angesehen. Das Vertrauen in einen hohen Dollarkurs würde auch nachlassen, wenn sich der verschiedentliche Eindruck erhärten sollte, dass der US-Regierung aus konjunkturellen Gründen an einem schwächeren Dollar gelegen ist. Ein erhebliches Konfliktpotential liegt zudem an dem Interesse der japanischen Regierung an einem schwachen Yen. Schließlich ist die kräftige Zunahme des privaten Konsums in einigen Ländern, insbesondere in den USA und in Großbritannien, durch eine kräftige Steigerung der Preise für Wohnimmobilien getragen, die sich kaum dauerhaft fortsetzen dürfte. Ein abruptes Nachlassen dieses Vermögenseffekts würde den privaten Konsum schwächen, dessen Robustheit in diesen Ländern maßgeblich dazu beigetragen hatte, dass der Abschwung milde geblieben war.