ECONSTOR
Make Your Publications Visible.

A Service of

ZBW Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft
Leibniz Information Centre for Economics

Gern, Klaus-Jürgen; Gottschalk, Jan; Kamps, Christophe; Scheide, Joachim; Strauß, Hubert

Article — Digitized Version

Konjunktur in den Industrieländern durchschreitet die Talsohle

Die Weltwirtschaft

Provided in Cooperation with:
Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

Suggested Citation: Gern, Klaus-Jürgen; Gottschalk, Jan; Kamps, Christophe; Scheide, Joachim; Strauß, Hubert (2001) : Konjunktur in den Industrieländern durchschreitet die Talsohle, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 2, pp. 119-136

This Version is available at:
https://hdl.handle.net/10419/2606

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.

WWW.ECONSTOR.EU

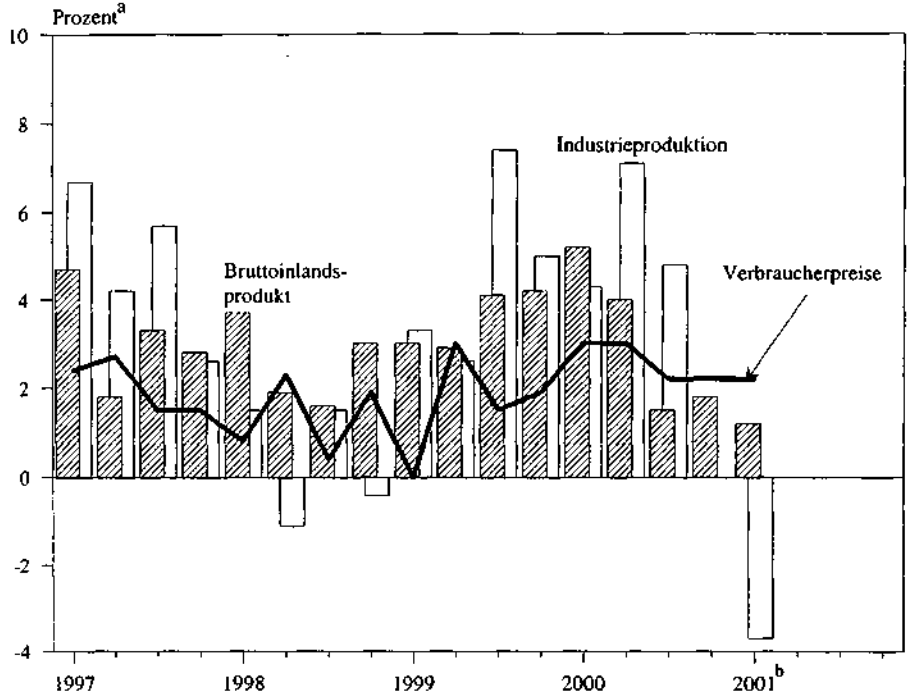
Mitglied der Leibniz-Gemeinschaft

Konjunktur in den Industrieländern durchschreitet die Talsohle

Von **Klaus-Jürgen Gern, Jan Gottschalk, Christophe Kamps, Joachim Scheide** und **Hubert Strauß**

Die Konjunktur in den Industrieländern hat sich stark abgekühlt. Nachdem im zweiten Halbjahr 2000 der kräftige Aufschwung unter dem Einfluss stark gestiegener Ölpreise und einer gestrafften Geldpolitik abrupt zu Ende gegangen war, stieg die gesamtwirtschaftliche Produktion in den Industrieländern auch in den ersten Monaten des laufenden Jahres deutlich langsamer als das Produktionspotential. Das reale Bruttoinlandsprodukt nahm im ersten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von 1,2 Prozent zu (Schaubild 1), und die Frühindikatoren sprechen dafür, dass es im Frühjahr kaum noch zugelegt hat. Die Industrie befindet sich inzwischen weltweit in einer Rezession: Nachdem die Industrieproduktion in den Vereinigten Staa-

Schaubild 1: Reales Bruttoinlandsprodukt, Industrieproduktion und Verbraucherpreise in den G7-Ländern



[a] Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate. – [b] Teilweise geschätzt.

Quelle: OECD (2001).

ten und in Japan saisonbereinigt bereits seit dem Herbst vergangenen Jahres rückläufig ist – sie lag im April um 2,8 bzw. 4,1 Prozent unter ihrem jeweiligen Höchststand –, wurde sie zuletzt auch in Westeuropa spürbar eingeschränkt. Die Abschwächung der Konjunktur in den Industrieländern hat auf die Entwicklungs- und Schwellenländer ausgestrahlt. In Asien, wo die Wirtschaft von der weltweit schwachen Nachfrage nach Elektronikprodukten besonders betroffen ist, verlangsamte sich der Produktionsanstieg sehr stark. Der Welthandel hat nach dem zuvor rasanten Anstieg seit dem Spätsommer 2000 kaum noch zugenommen.

Angesichts der deutlichen konjunkturellen Abkühlung hat sich der Beschäftigungsanstieg in den Industrieländern insgesamt stark abgeschwächt, und die Arbeitslosigkeit tendierte nach Jahren des Rückgangs zuletzt wieder nach oben. Gleichzeitig stiegen die Verbraucherpreise in den Vereinigten Staaten und in Westeuropa weiter deutlich. Das Preisklima wurde durch hohe Energiepreise sowie eine Reihe von Sonderfaktoren belastet. In den Vereinigten Staaten kam hinzu, dass die Kapazitäten in der Gesamtwirtschaft immer noch stärker als normal ausgelastet waren.

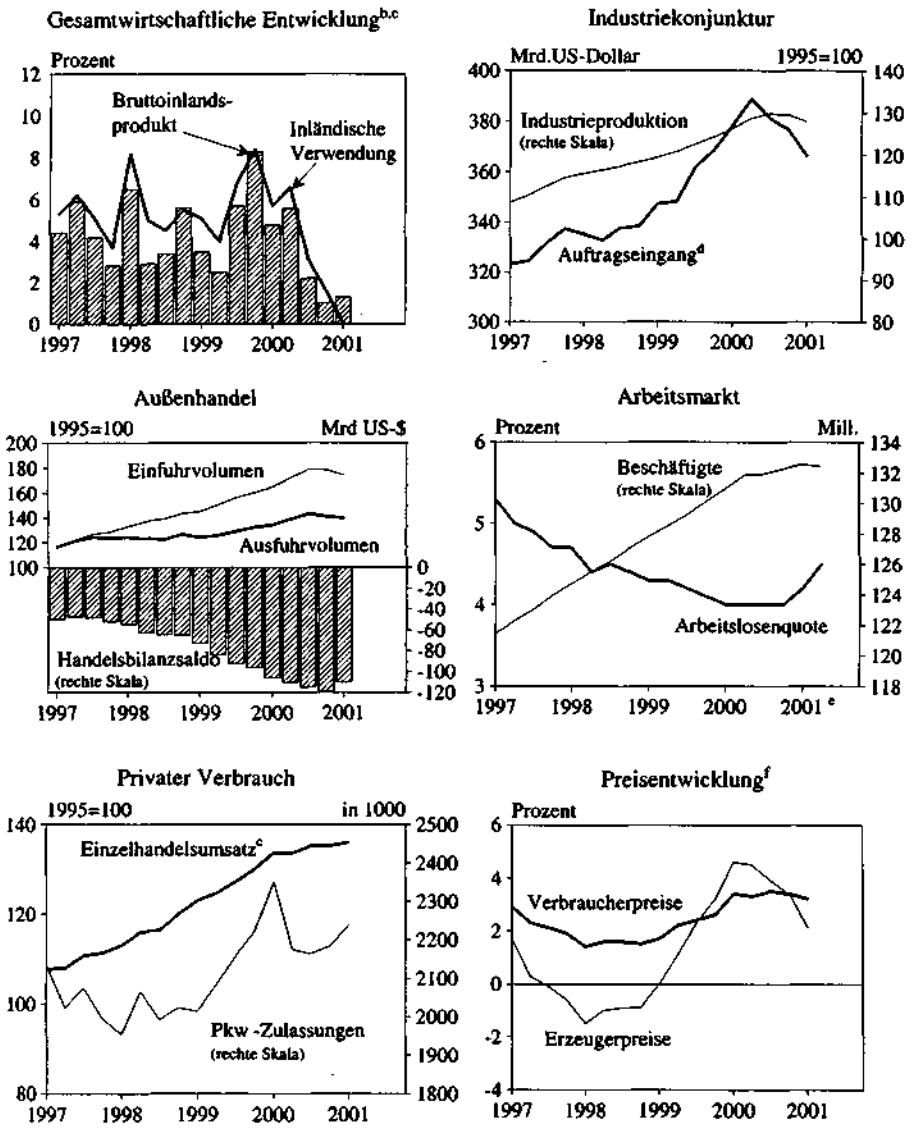
Besonders ausgeprägt war die konjunkturelle Verlangsamung in den Vereinigten Staaten, wo sich der Produktionsanstieg von Raten um 5 Prozent in der ersten Hälfte des vergangenen Jahres auf Raten von rund 1 Prozent im Winterhalbjahr 2000/2001 verringert hat. Auf den zyklischen Umschwung hat die Wirtschaftspolitik rasch reagiert. Die US-Notenbank senkte ihre Leitzinsen seit Jahresbeginn kräftig um 2,5 Prozentpunkte; real liegen die kurzfristigen Zinsen inzwischen deutlich unter dem längerfristigen Durchschnitt. Dem Ziel, die Konjunktur zu beleben, hat sich auch die Finanzpolitik verschrieben, die ihr mehrjähriges umfangreiches Steuersenkungsprogramm so ausgestaltete, dass die privaten Haushalte bereits in diesem Sommer spürbar entlastet werden.

Anders als in den Vereinigten Staaten ist die wirtschaftspolitische Reaktion auf den Abschwung in Japan und in Euroland bislang gering ausgefallen, wenn auch aus unterschiedlichen Gründen. In Japan sind die Mittel der Administration angesichts bereits extrem niedriger Zinsen und einer galoppierenden Staatsverschuldung gering. In Euroland ist die nur leichte Zinssenkung vor dem Hintergrund zu sehen, dass die Produktionszuwächse bislang kaum unter die Wachstumsrate des Produktionspotentials gefallen sind und die Geldpolitik auch zuvor nicht restriktiv gewesen war (Kamps und Scheide 2001). Überdies wirken die hartnäckig über dem Ziel liegende Inflation und der anhaltende Druck auf den Außenwert des Euro auf eine vorsichtige Politik der Europäischen Zentralbank hin. Gleichzeitig erhält die Konjunktur erhebliche Impulse durch Steuersenkungen, die freilich bereits im vergangenen Jahr aus wachstums- und nicht aus konjunkturpolitischen Erwägungen heraus beschlossen worden waren.

Vereinigte Staaten: Kräftige Impulse von der Wirtschaftspolitik

Die Wirtschaft der Vereinigten Staaten befindet sich derzeit in einer konjunkturellen Flaute, die im Spätsommer 2000 auf einen vier Jahre anhaltenden Boom folgte. Im zurückliegenden Winterhalbjahr expandierte das Bruttoinlandsprodukt lediglich mit einer laufenden Jahresrate von 1,2 Prozent (Schaubild 2). Für das zweite

Schaubild 2: Indikatoren[a] zur Konjunktur in den Vereinigten Staaten



[a] Saisonbereinigt. – [b] Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate. – [c] Real. – [d] Nominal. – [e] Teilweise geschätzt. – [f] Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: OECD (2001).

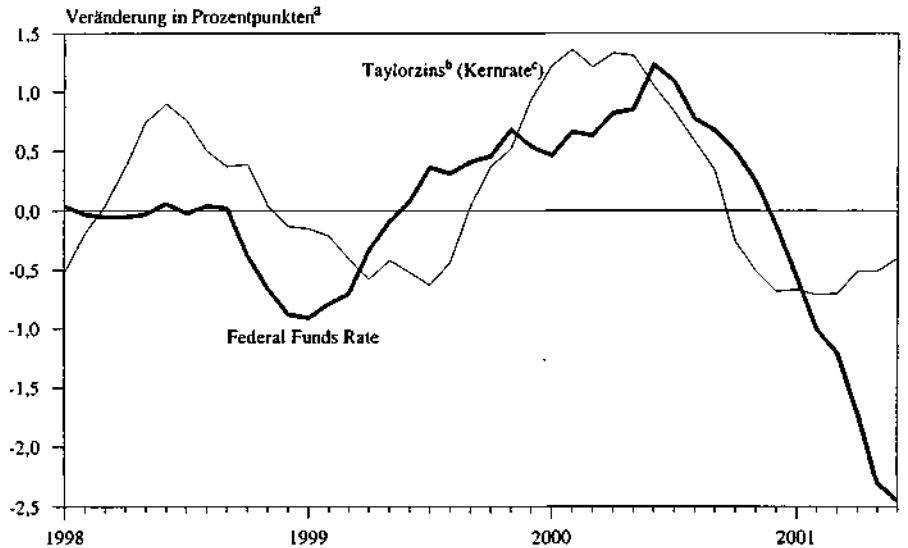
Quartal 2001 zeichnet sich sogar eine Stagnation der Wirtschaftsleistung ab. Von der Auslandsnachfrage kamen angesichts einer sich verlangsamenden Weltkonjunktur und der Stärke des Dollar keine Impulse. Vor allem aber war es die private Binnennachfrage, die sich empfindlich abkühlte: Die Ausrüstungsinvestitionen schrumpften zum ersten Mal seit der Rezession 1990/91, und die Unternehmen reagierten auf die nachlassende Nachfrage mit einem erheblichen Lagerabbau.

Das produzierende Gewerbe befindet sich bereits seit drei Quartalen in einer Rezession und hat den Personalbestand mittlerweile um rund 3,5 Prozent reduziert. Die Aktivität im Dienstleistungssektor blieb zwar aufwärts gerichtet, hat sich aber zuletzt ebenfalls verlangsamt, so dass die in der Industrie anfallenden Beschäftigungsverluste nicht mehr ausgeglichen werden konnten. Die Arbeitslosigkeit stieg auf rund 4,5 Prozent. Gleichwohl ist eine Verringerung des Lohnauftriebs bislang erst in Ansätzen erkennbar. Da die Produktivität angesichts der nahezu stagnierenden Produktion sich wesentlich ungünstiger entwickelte – im ersten Quartal war sie sogar rückläufig –, schossen die Lohnstückkosten regelrecht in die Höhe. Von daher ist die Verstärkung des Preisauftriebs wenig überraschend; dieser erhält durch die bestehenden Kapazitätsengpässe in der Mineralölverarbeitung sowie durch die Stromknappheit im größten Bundesstaat Kalifornien zusätzliche Nahrung. In den sechs Monaten bis April stiegen die Verbraucherpreise mit einer laufenden Jahresrate von 3,4 Prozent, und die Kernrate der Inflation betrug 3 Prozent.

Die Geldpolitik hat angesichts der konjunkturellen Eintrübung einen radikalen Kurswechsel vollzogen und den kurzfristigen Zins seit Anfang 2001 um 250 Basispunkte gesenkt. Im Offenmarktausschuss der Notenbank herrschte in der ersten Hälfte dieses Jahres die Ansicht vor, dass die Gefahr einer Rezession die Risiken für die Preisniveaustabilität bei weitem überwiege, zumal die strukturellen Bedingungen für erhöhte Produktivitätszuwächse und damit die Voraussetzung für geringe Inflationsraten auch bei raschem Wirtschaftswachstum nach wie vor intakt seien. Da sich die Anpassungsgeschwindigkeit der Unternehmen nach Fehlentwicklungen – etwa den Übertreibungen bei Kreditvergabe und Investitionstätigkeit in den zurückliegenden beiden Jahren – erhöht habe, sei auch eine höhere Reaktionsgeschwindigkeit der geldpolitischen Steuerung vonnöten (Board of Governors 2001: 213 ff.). In der Tat ist das Verhalten der Fed mit üblichen Maßstäben zur Analyse der Geldpolitik nicht erklärbar. Beurteilt man den kurzfristigen Zins beispielsweise anhand der Taylor-Regel, die den aktuellen Outputgap und die aktuelle Zielverfehlung bei der Inflationsrate berücksichtigt[1], so sind die Zinssenkungen weit über das Maß hinausgegangen, das die jeweils jüngsten Veränderungen von Inflation und Bruttoinlandsprodukt nahegelegt hätten (Schaubild 3). Offensichtlich hielten die geldpolitischen Entscheidungsträger bei unveränderter Politik eine Rezession für unausweichlich und wollten mit den massi-

[1] Darüber hinaus gehen in die Berechnung des Zinses nach der Taylor-Regel der gleichgewichtige kurzfristige Realzins sowie die Zielinflationsrate selbst ein, die als konstant angenommen werden. Wegen der Ungewissheit über das Niveau dieser Größen werden im Schaubild nur die Veränderungen von Taylor-Zins und Federal Funds Rate im jeweils zurückliegenden halben Jahr abgebildet. Bei der Ermittlung von Veränderungen fallen die Konstanten heraus.

Schaubild 3: Federal Funds Rate und Taylor-Zins in den Vereinigten Staaten



[a] Veränderung in den jeweils zurückliegenden sechs Monaten in Prozentpunkten. – [b] Unterstelltes Inflationsziel: 2,5 Prozent. Outputgap im zweiten Quartal 2001: 1,8 Prozent des BIP; Gewichtung des Output- und des Inflationsziels jeweils 0,5. – [c] Auf Basis des Index der Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel.

Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis (2001).

ven Interventionen die sanfte Landung doch noch schaffen. Um eine durchgreifende wirtschaftliche Erholung zu sichern, wird der Offenmarktausschuss in den kommenden Wochen wahrscheinlich weitere Zinssenkungen im Umfang von insgesamt 50 Basispunkten beschließen und die Federal Funds Rate so auf 3,5 Prozent herabsetzen. Wenn die Produktion wieder rascher ausgedehnt wird, dürfte der expansive Kurs allerdings rasch und deutlich zurück genommen werden. Hierfür spricht zum einen die neue Maxime einer hohen Reaktionsgeschwindigkeit in der Zinspolitik, zum anderen die erhebliche Beschleunigung des zugrunde liegenden Preisauftriebs. Wir rechnen mit Zinserhöhungen um 150 Basispunkte in der ersten Hälfte des Jahres 2002.

Die Finanzpolitik ist im Prognosezeitraum ebenfalls expansiv ausgerichtet. Im Mai wurden Steuersenkungen von insgesamt 1,35 Bill. US-Dollar bis 2010 beschlossen, die überwiegend ab 1. Juli in Kraft treten. Diese beinhalten in erster Linie eine schrittweise Zurücknahme der Einkommensteuersätze bis 2006. So werden der Spitzensteuersatz um 4,6 Prozentpunkte auf 35 Prozent und die mittleren Einkommensteuersätze um jeweils 3 Prozentpunkte auf dann 33, 28 und 25 Prozent gesenkt. Der bisherige Eingangssteuersatz von 15 Prozent bleibt zwar nominell unverändert, jedem Einkommensbezieher wird aber auf die ersten 6 000 Dollar (Ehepaare: 12 000 Dollar) nur ein Steuersatz von 10 Prozent be-

rechnet. Da die letztgenannte Maßnahme rückwirkend zum 1. Januar 2001 gilt, erhalten die Haushalte in den kommenden Monaten Steuerrückzahlungen von 300 bzw. 600 Dollar. Zusammen mit den am 1. Juli in Kraft tretenden Steuererleichterungen ergibt sich bereits für dieses Jahr ein Entlastungsvolumen in Höhe von 0,4 Prozent des Bruttoinlandsprodukts, im kommenden Jahr ist der Impuls beinahe doppelt so groß. Die Staatsausgaben dürften im Umfang des nominalen Produktionspotentials zunehmen; damit sind die konjunkturellen Anregungen durch die Finanzpolitik erheblich.

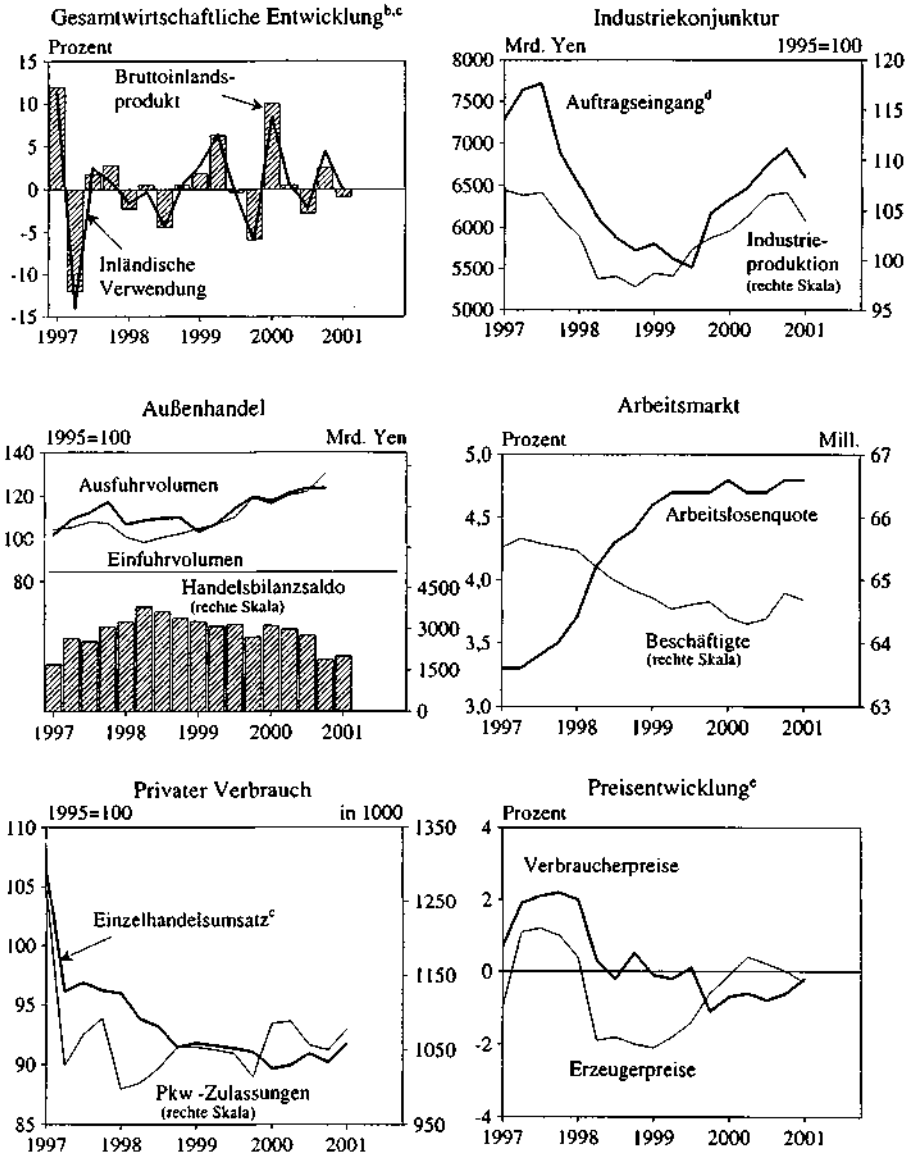
In den kommenden Monaten wird die gesamtwirtschaftliche Produktion wieder steigen, wenngleich zunächst nur moderat. Zum einen zeigen dies die Frühindikatoren an, die sich zuletzt stabilisiert haben; zum anderen scheint die Lagerkorrektur weitgehend abgeschlossen, ein unfreiwilliger Lageraufbau hat zuletzt kaum noch stattgefunden. Ab dem Winterhalbjahr werden die expansiven Maßnahmen der Politik zu einer durchgreifenden Belebung der Wirtschaftsaktivität führen. Gestützt wird diese Einschätzung durch die Entwicklung an den Finanzmärkten. So sind neben den kurzfristigen auch die langfristigen Zinsen deutlich gesunken, wodurch die Kreditvergabe wesentlich gestützt und die Bautätigkeit stimuliert wurde. Am Aktienmarkt wurden, sieht man von den Technologiewerten ab, die Kursverluste des Jahres 2000 zu einem guten Teil wieder wettgemacht; auch wenn der Vermögenseffekt, der die Konsumausgaben in den zurückliegenden Jahren angetrieben hat, allmählich ausläuft, ist zumindest eine Umkehrung in sein Gegenteil derzeit nicht zu befürchten. Schließlich erwarten wir, dass die Aufwertung des Dollar sich nicht fortsetzen wird; die Schwäche in der Exportwirtschaft wird zur Jahreswende einer wieder lebhafteren Entwicklung weichen. Tragende Säule der Konjunktur bleibt im gesamten Prognosezeitraum aber der private Verbrauch. Die Ausrüstungsinvestitionen dürften ab dem Winterhalbjahr zwar nicht weiter sinken, werden aber, verglichen mit den zweistelligen Zuwachsraten in der Vergangenheit, nur moderat ausgeweitet.

Alles in allem rechnen wir mit einer Zunahme des Bruttoinlandsprodukts um 1,5 Prozent in diesem und um 3 Prozent im kommenden Jahr. Die Arbeitslosigkeit wird im Herbst mit reichlich 5 Prozent ihren Gipfel erreichen und bis Ende 2002 auf knapp 4,5 Prozent zurückgehen. Der Outputgap verringert sich zwar in diesem Jahr erheblich, bleibt aber positiv. Nicht zuletzt deshalb wird sich der Preisauftrieb 2001 nicht und 2002 nur allmählich verlangsamen; die Kernrate der Inflation wird bis zur Jahresmitte 2002 auf in der Spitze knapp 4 Prozent anziehen (laufende Jahresrate). Der Anstieg der Verbraucherpreise wird in diesem Jahr 3,3 Prozent und im kommenden Jahr 3,2 Prozent betragen.

Rezessive Tendenzen in Japan

In Japan setzte in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres eine neuerliche konjunkturelle Abschwächung ein, die von einer nachlassenden Ausfuhrexpansion und einer zurückgehenden Nachfrage des Staates ausging. In den ersten Monaten des Jahres 2001 hat sich die Wirtschaft weiter abgekühlt. Insbesondere die Industrieproduktion ist vor dem Hintergrund der weltweit schwachen Nachfrage nach Elektronikprodukten stark gesunken (Schaubild 4). Das reale Bruttoinlands-

Schaubild 4: Indikatoren[a] zur Konjunktur in Japan



[a] Saisonbereinigt. – [b] Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate. – [c] Real. – [d] Maschinenbau. – [e] Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: IMF (2001), OECD (2001).

produkt schrumpfte im ersten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von 0,8 Prozent, obwohl die öffentlichen Investitionen im Zuge der Umsetzung des Ausgabenprogramms vom Herbst 2000 kräftig zulegten. Maßgeblich war zum einen, dass die Exporte infolge der konjunkturellen Schwäche in den Vereinigten Staaten und in Asien, den wichtigsten Auslandsmärkten, einbrachen. Zum anderen gingen nach dem starken Anstieg im vierten Quartal 2000 die Investitionen in Ausrüstungen und gewerbliche Bauten leicht, die Wohnungsbauinvestitionen sogar sehr deutlich zurück. Der private Verbrauch blieb vor dem Hintergrund stagnierender Arbeitseinkommen und der ungünstigen Arbeitsmarktentwicklung flau. Die Arbeitslosenquote ist zwar noch nicht merklich gestiegen; sie verharrt seit geraumer Zeit in der Nähe ihres historischen Höchststands von knapp 5 Prozent. Gleichwohl war die konjunkturelle Eintrübung auch am Arbeitsmarkt bereits sichtbar: Die Zahl der Beschäftigten war nach der Jahreswende ebenso rückläufig wie die der Überstunden, und das Verhältnis von angebotenen Stellen zu Bewerbern sank. Die Verbraucherpreise gingen trotz der gestiegenen Ölnotierungen und einer Abwertung des Yen in der Tendenz weiter zurück.

Auf die neuerliche Konjunkturschwäche reagierte die Notenbank zunächst mit einer Senkung der Leitzinsen; im März ging sie dann dazu über, ein quantitatives Ziel für die bei der Zentralbank gehaltenen Guthaben der Geschäftsbanken anzusteuern. Die Änderung der geldpolitischen Strategie war zunächst gleichbedeutend mit einer Rückkehr zur Nullzinspolitik, die bis zum August 2000 verfolgt worden war. Um die Preiserwartungen im vorherrschenden deflationären Umfeld zu stabilisieren, kündigte die Zentralbank an, diese Politik fortzusetzen, bis sich über einen längeren Zeitraum ein Anstieg des Preisniveaus eingestellt hat (Bank of Japan 2001).

Das quantitative geldpolitische Ziel ist allerdings bislang nicht vollständig erreicht worden. Für diesen Fall hat die Notenbank ausdrücklich die Möglichkeit vorgesehen, in verstärktem Maß langlaufende Regierungsanleihen zu erwerben, um die Zentralbankgeldmenge zu erhöhen. Ob eine solche Maßnahme die gesamtwirtschaftliche Aktivität anregen kann, ist allerdings fraglich. Nach wie vor sind die Unternehmen vor allem bemüht, ihre Verschuldung den geschrumpften Vermögenswerten anzupassen. Gleichzeitig streben die Banken danach, ihre Bilanzen durch Abschreibung von notleidenden Krediten zu sanieren. In diesem Umfeld sind die Mittel der Notenbank, die Konjunktur anzuregen, offenbar gering. Eine Voraussetzung für eine erfolgreiche monetäre Expansion liegt daher in einer beschleunigten Bankensanierung. Zu diesem Zweck ist im April ein Maßnahmenpaket verabschiedet worden.

Eine weitere Option, die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zu stimulieren, könnte darin bestehen, durch Devisenmarktinterventionen eine Abwertung des Yen herbeizuführen. Die Bank von Japan darf den Kauf fremder Währungen nach geltendem Recht allerdings nicht selbst veranlassen, sondern nur auf Weisung des Finanzministeriums vornehmen. Zur Zeit ist die Absicht, den Yen durch Devisenmarktinterventionen gezielt zu schwächen, freilich nicht erkennbar.

Der Spielraum für fiskalische Expansion ist gering angesichts eines zu erwartenden gesamtstaatlichen Finanzierungsdefizits von 6,5 Prozent und einer Staatsverschuldung, die rasch steigt und im laufenden Jahr 120 Prozent des Brutto-

inlandsprodukts betragen dürfte. Die neue Regierung Koizumi hat sich zum Ziel gesetzt, die Neuverschuldung im Fiskaljahr 2002 in Relation zum Bruttoinlandsprodukt auf unter 6 Prozent zu begrenzen; die öffentlichen Ausgaben dürften daher im weiteren Verlauf des Jahres 2001 sowie im kommenden Jahr merklich zurückgehen. Die Regierung betont die Notwendigkeit von Strukturreformen und hat zu erkennen gegeben, dass sie eine weitere Steigerung der Ausgaben für nicht geeignet hält, die wirtschaftlichen Probleme Japans zu lösen. Wir rechnen damit, dass das Tempo der Umstrukturierung in der Wirtschaft und im politischem System unter der neuen Administration zunimmt.

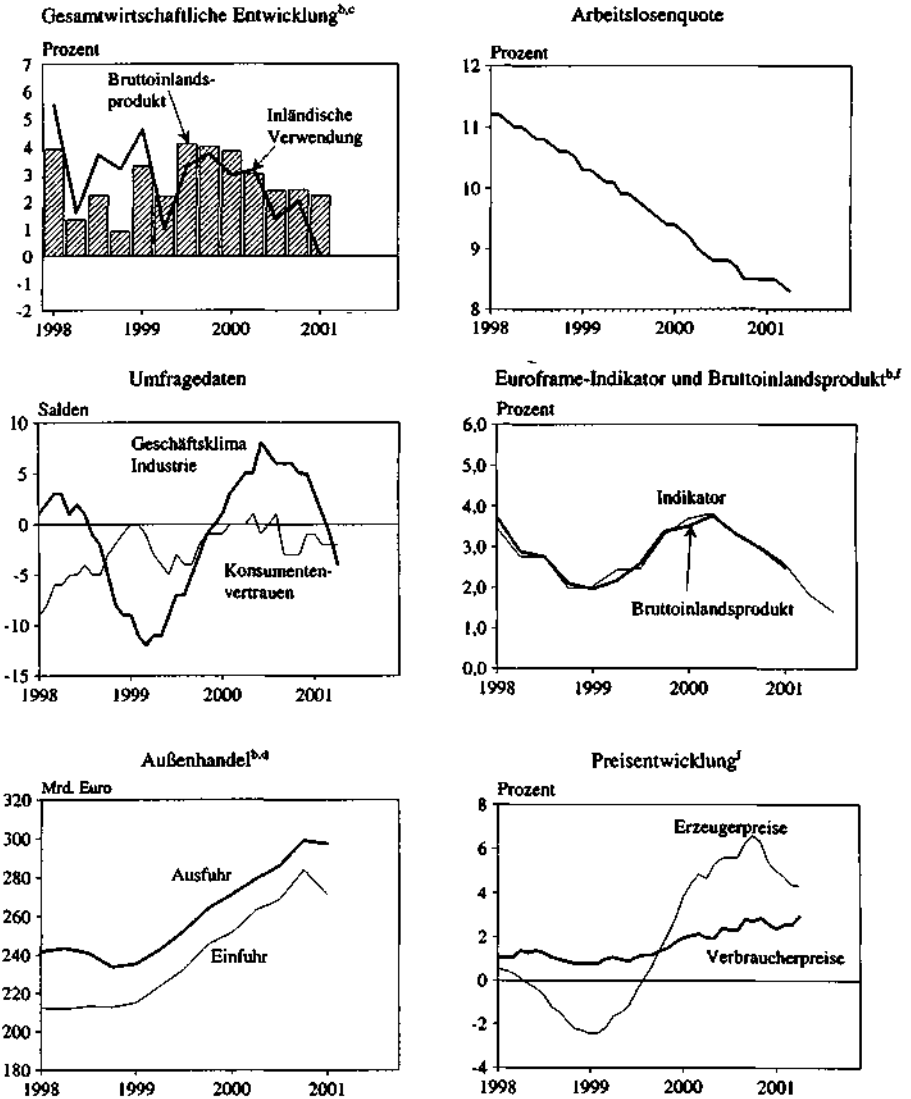
Forcierte Wirtschaftsreformen und der damit verbundene beschleunigte Anpassungsprozess in der gewerblichen Wirtschaft werden die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zunächst vermutlich dämpfen, weil sie mit einer steigenden Zahl von Konkursen und Arbeitsplatzverlusten einhergehen. Der private Verbrauch wird unter diesen Umständen kaum zunehmen, der Investitionsanstieg wird sich angesichts rückläufiger Kapazitätsauslastung und steigender Anforderungen an die Rendite auf das eingesetzte Kapital stark verringern. Da gleichzeitig die Auslandsnachfrage vorerst weiter zur Schwäche neigen dürfte, ist für das laufende Jahr nur mit einem sehr geringen gesamtwirtschaftlichen Produktionsanstieg (0,2 Prozent) zu rechnen. Für das kommende Jahr erwarten wir eine allmähliche konjunkturelle Erholung. Anregungen ergeben sich zum einen aus dem Wiederanziehen der Weltkonjunktur. Aber auch die Inlandsnachfrage dürfte sich leicht beleben, zumal die positiven Wirkungen der Strukturreformen mehr und mehr Platz greifen werden. Das reale Bruttoinlandsprodukt wird um 1,5 Prozent steigen. Die Verbraucherpreise werden in diesem Jahr nochmals um 0,4 Prozent sinken; im kommenden Jahr dürften sie in etwa stabil bleiben. Die Arbeitslosenquote wird im Verlauf des Prognosezeitraums auf deutlich über 5 Prozent zunehmen.

Euroland: Merkliche Abkühlung der Konjunktur

Die konjunkturelle Expansion im Euroraum hat sich deutlich abgeschwächt (Schaubild 5). Seit Mitte des vergangenen Jahres stieg das reale Bruttoinlandsprodukt nur noch mit einer laufenden Jahresrate von 2,3 Prozent, nachdem es in den vier Quartalen zuvor um 3,8 Prozent zugenommen hatte. Maßgeblich für die konjunkturelle Verlangsamung waren die im Herbst 1999 eingeleitete Straffung der Geldpolitik sowie der Kaufkraftentzug durch den Ölpreisanstieg und die Verteuerung von Nahrungsmitteln im Zusammenhang mit dem Auftreten von Tierseuchen. Die bisherige Abschwächung der Dynamik stellt jedoch für sich genommen keinen Anlass zur Beunruhigung dar, da die Produktion in den vergangenen Monaten nur etwas langsamer ausgeweitet wurde als das Potential und die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten zur Zeit in etwa normal ausgelastet sind. Eine Rezession erscheint aus heutiger Sicht wenig wahrscheinlich.

Die ruhigere Gangart ist insbesondere auf eine schwächere Entwicklung der Binnennachfrage zurückzuführen. Die Konsumausgaben der privaten Haushalte nahmen im Winterhalbjahr deutlich langsamer zu als zuvor. Hierzu trug zwar auch der aus dem starken Preisanstieg resultierende Realeinkommensverlust bei. Gewichtiger war aber, dass die privaten Haushalte die zu Jahresbeginn in Kraft getretenen

Schaubild 5: Indikatoren[a] zur Konjunktur in Euroland



[a] Saisonbereinigt. – [b] Real. – [c] Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate in Prozent. – [d] Handel mit Drittländern. – [e] Teilweise geschätzt. – [f] Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Eurostat (2001), Euroframe (2001).

Steuersenkungen, die sich für den Euroraum insgesamt auf rund 1 Prozent des Bruttoinlandsprodukts belaufen, nicht wie erwartet zu einer beschleunigten Ausweitung ihres Verbrauchs nutzten. Die Dynamik bei den Unternehmensinvestitionen schwächte sich vor dem Hintergrund eingetrübter Produktionserwartungen

und des Rückgangs der Kapazitätsauslastung im verarbeitenden Gewerbe merklich ab. Zudem expandierten im Verlauf des Winterhalbjahrs die Ausfuhren in Drittländer langsamer als zuvor. Überraschenderweise blieben dabei die Lieferungen in die Vereinigten Staaten aufwärts gerichtet. Da sich im Gefolge der schwachen Binnennachfrage die Importe des Euroraums stärker verlangsamten als die Exporte, ging vom Außenbeitrag rein rechnerisch ein positiver Impuls aus. Die verhaltenere Konjunktur strahlte auch auf den Arbeitsmarkt aus. Die Erwerbslosigkeit ging im Winterhalbjahr kaum noch zurück; gleichwohl markiert die Arbeitslosenquote von 8,3 Prozent im April den niedrigsten Stand seit mehr als 10 Jahren.

Mit der Senkung der Leitzinsen um 25 Basispunkte im vergangenen Mai hat die EZB die geldpolitischen Zügel erstmals seit rund zwei Jahren wieder gelockert. Der kurzfristige Realzins ist erneut gesunken; dies gilt selbst dann, wenn man anstatt der kräftig angestiegenen Inflationsrate die Kernrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) verwendet. Die Expansion der Geldmenge M3 hat sich zuletzt wieder etwas beschleunigt. Die langfristigen Zinsen sind im Frühjahr zwar leicht gestiegen, doch liegen sie real gerechnet immer noch unter dem langjährigen Durchschnitt. Schließlich ist der Wechselkurs des Euro – nach dem zwischenzeitlichen Hoch im Januar dieses Jahres – erneut gefallen. Alles in allem haben sich die monetären Rahmenbedingungen im Euroraum in den vergangenen drei Monaten leicht verbessert.

Wir erwarten, dass die EZB ihren Leitzins im Prognosezeitraum nicht weiter senken wird (Kasten 1). Der Preisdruck hat sich seit Ende vergangenen Jahres nochmals verstärkt. Im April stieg der HVPI im Vorjahresvergleich um 2,9 Prozent, im Mai sogar um 3,4 Prozent. Damit geht die Teuerung nun schon seit mehr als einem Jahr über das von der Notenbank mittelfristig tolerierte Maß hinaus. In den kommenden Monaten dürfte sich die Lage an der Preisfront kaum verbessern. Die indirekten Effekte der Energieverteuerung werden weiter preistreibend wirken, worauf die kräftige Aufwärtsbewegung der Verbrauchsgüterkomponente des Erzeugerpreisindex hindeutet. Die Zentralbank wird im weiteren Jahresverlauf darauf achten müssen, dass sich die Inflationserwartungen nicht verstärken und es nicht zu deutlichen Zweitrundeneffekten durch einen kräftigeren Lohnanstieg kommt.

Die Frühindikatoren deuten darauf hin, dass das Tempo der Produktionsausweitung zunächst verhalten bleiben wird. Zwar liegen die von der Europäischen Kommission regelmäßig zusammengestellten Vertrauensindikatoren noch über ihrem jeweiligen langjährigen Durchschnittswert, aber sie sind in den vergangenen Monaten spürbar gesunken. Besonders eingetrübt haben sich die Geschäftserwartungen in der Industrie. Dies kommt auch im Einkaufsmanagerindex zum Ausdruck, der auf eine weitere Verlangsamung des Expansionstempos hindeutet. Daher erwarten wir, dass die wirtschaftliche Aktivität im Sommer 2001 schwächer zunehmen wird als das Produktionspotential.

Zu einer Belebung der Konjunktur wird es erst im späteren Jahresverlauf im Zuge der weltwirtschaftlichen Erholung kommen. Maßgeblich hierfür ist der dann einsetzende Aufschwung in den Vereinigten Staaten. Die Investitionstätigkeit dürfte sich angesichts günstiger Finanzierungsbedingungen und sich allmählich wieder aufhellender Absatz- und Ertragserwartungen wieder beschleunigen. Die Konsum-

Kasten 1: Zu den aktuellen Herausforderungen für die Geldpolitik

In jüngster Zeit haben sich Veränderungen ergeben, die für die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank wichtig sind. Zum einen hat sich die Definition der Geldmenge M3 geändert. Zum anderen hat sich der Preisanstieg im Euroraum kräftig beschleunigt. Er liegt derzeit mit rund 3 Prozent deutlich oberhalb des Wertes, den die Europäische Zentralbank als Preisniveaustabilität definiert. Es ist zu prüfen, welche Konsequenzen sich aus diesen Veränderungen vor dem Hintergrund der Zwei-Säulen-Strategie der EZB für die Geldpolitik im Euroraum ergeben.

Zur Revision der Geldmenge M3

Die EZB rechnet die Geldmarktfondsanteile, die im Besitz von Gebietsfremden sind, nicht mehr zur Geldmenge M3 (EZB 2001:11). Die EZB hat die jüngste Zinssenkung unter anderem damit begründet, dass die Geldmenge[a] nach der Revision in den vergangenen Monaten langsamer gestiegen ist als M3 in der ursprünglichen Definition, nämlich um rund 0,5 Prozentpunkte; damit wurde der Referenzwert von 4,5 Prozent, der zuvor mehr oder weniger deutlich überschritten worden war, annähernd erreicht.

Ob aus der neuen Information ein geldpolitischer Handlungsbedarf resultiert, hängt auch davon ab, was die neue Abgrenzung tatsächlich bedeutet: Vermindert sich dadurch einmalig das *Niveau* der Geldmenge, oder ist die *Zuwachsrate* dauerhaft niedriger als nach der „alten" Definition? Ein Urteil hierüber ist angesichts des sehr kurzen Beobachtungszeitraums wohl noch nicht möglich.

Wenn es sich um einen Einmaleffekt handelt, wäre der Liquiditätsüberhang niedriger als bisher geschätzt. Das könnte für sich genommen eine Zinssenkung rechtfertigen. Jüngste Analysen der EZB zeigen allerdings, dass die „Geldlücke"[b] gemessen an der neuen Definition dann zwar kleiner, aber keineswegs negativ sein dürfte. Das spricht gegen eine Zinssenkung. Größere Konsequenzen für die Geldpolitik ergäben sich für den Fall, dass nach der neuen Definition die Geldmenge nachhaltig langsamer steigt als nach der alten. Das hätte in erster Linie Folgen für die Berechnung des Referenzwerts: Die Umlaufgeschwindigkeit hätte, da das nominale Bruttoinlandsprodukt ja unverändert blieb, im Trend weniger stark abgenommen als bisher geschätzt.[c] Beträgt die Korrektur bei dem Anstieg der Geldmenge einen halben Prozentpunkt, ist dasselbe Ausmaß beim Trend der Umlaufgeschwindigkeit anzusetzen. Unter sonst gleichen Bedingungen müsste also der Referenzwert von 4,5 Prozent auf 4 Prozent gesenkt werden. In diesem Fall wäre die Schlussfolgerung, aufgrund der Revision der Geldmenge M3 müssten die Zinsen gesenkt werden, falsch.

Zur Beschleunigung der Inflation

Der HVPI ist in jüngster Zeit verstärkt gestiegen. Dies ist jedoch wesentlich auf die höheren Preise für Nahrungsmittel und Energieprodukte zurückzuführen und hat wenig mit der Grundtendenz der Inflation zu tun; diese wird eher durch die Kernrate erfasst. Die angemessene Reaktion hängt nicht zuletzt davon ab, wie man den Preisschub interpretiert: Er kann entweder

[a] Die besondere Bedeutung der Geldmenge für die Inflation hat die EZB abermals in ihrem Monatsbericht (EZB 2001) betont; dort werden ausführliche Analysen zitiert, welche die prominente Rolle der Geldmenge rechtfertigen. – [b] Die Geldlücke ist definiert als die Differenz zwischen tatsächlicher und gleichgewichtiger Geldmenge, wobei letztere als diejenige Geldmenge definiert wird, die mit Preisniveaustabilität vereinbar ist. Eine ausführliche Beschreibung der verschiedenen Konzepte enthält der Monatsbericht der EZB vom Mai dieses Jahres (EZB 2001: 50 ff.). – [c] Ein Einmaleffekt bei der Geldmenge hat einen Einfluss auf das Niveau der Umlaufgeschwindigkeit. Auch dies kann Schätzungen der Geldnachfrage und des Trends der Umlaufgeschwindigkeit in Bezug auf das neu definierte Aggregat merklich beeinflussen.

Kasten 1: (Fortsetzung)

ein rein *transitorischer* Effekt auf das Preisniveau sein, oder er kann als zumindest teilweise Erhöhung des *permanenten* Preisniveaus angesehen werden.

Handelt es sich um einen vorübergehenden Effekt, wird die Inflationsrate demnächst deutlich sinken; sie würde sogar zeitweise niedriger sein als bisher erwartet, da sich das Preisniveau auf den Wert zurückbildete, der sich ohnehin ergeben hätte. Das gesamtwirtschaftliche Angebot erhöhte sich nach dem vorübergehenden Rückgang wieder. Die übermäßige Abnahme der Inflation würde jedoch für sich genommen nicht rechtfertigen, die Zinsen zu senken; denn die vorübergehend sehr niedrige Inflation würde ebenso wenig die grundlegende Tendenz darstellen wie die derzeit überhöhte Inflation. Nach Abschluss des Anpassungsprozesses würde sich die Inflationsrate wieder erhöhen, und zwar auf das Maß, das durch die grundlegenden Einflussfaktoren bestimmt wird. Ein Zinsschritt wäre während des gesamten Anpassungsprozesses nicht angezeigt.

Die Inflationsperspektiven hängen allerdings auch davon ab, wie stark die Löhne im kommenden Jahr auf den temporären Preisschub reagieren. Wichtig ist, dass die durch die Sonderfaktoren erhöhte Inflationsrate nicht zu entsprechend höheren Lohnabschlüssen führt, es also nicht zu sogenannten Zweitrundeneffekten kommt. Davor hat auch die EZB stets gewarnt. Das Risiko der Zweitrundeneffekte ist in jüngster Zeit vermutlich größer geworden. Träte es ein, würde sich die Inflation verfestigen.

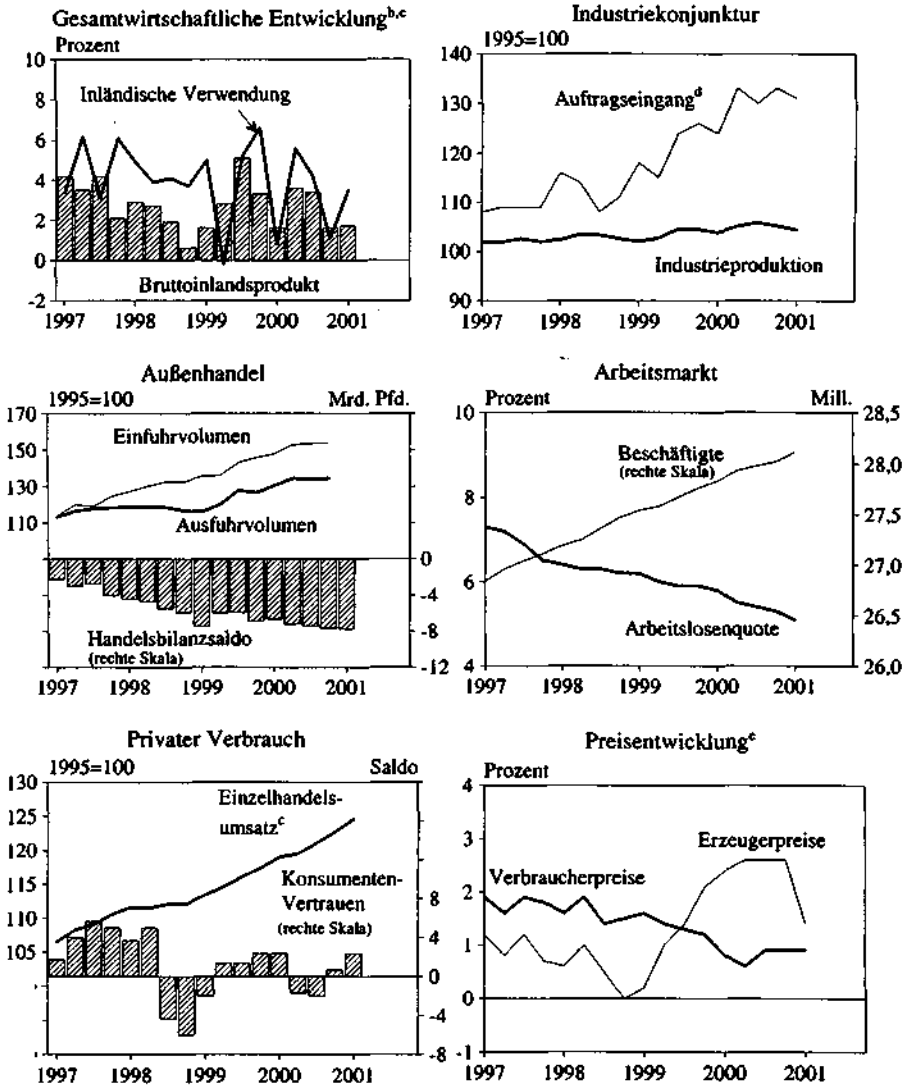
Handelt es sich auch um einen permanenten Angebotsschock, wird das Preisniveau dauerhaft höher sein. In diesem Fall wäre das gesamtwirtschaftliche Angebot dauerhaft niedriger als sonst. Ob die Geldpolitik hierauf reagieren muss, wird in der Literatur kontrovers diskutiert. Streng genommen hätte sich der Outputgap nicht vermindert, da Nachfrage und Angebot in gleichem Ausmaß gesunken wären. Eine Lockerung der Geldpolitik würde letztlich bedeuten, dass die Notenbank auf ein noch höheres Preisniveau hin wirkte, denn zu dem Rückgang des Angebots käme eine Erhöhung der Nachfrage hinzu. Dies würde bedeuten, dass die Notenbank tendenziell stärker auf die durch den Angebotsschock induzierte Konjunkturabschwächung reagiert als auf das Anziehen der Inflation. Eine solche Politik wird vielfach vertreten; sie widerspricht aber der Intention der EZB, die ihren Auftrag vor allem darin sieht, Preisniveaustabilität zu wahren.

ausgaben der privaten Haushalte werden in der zweiten Jahreshälfte stärker zunehmen, wenn sich der Preisanstieg verlangsamt. Auf eine niedrigere Inflation deutet die Verlangsamung der Geldmengenexpansion in den vergangenen Monaten hin. Wir erwarten, dass der Harmonisierte Verbraucherpreisindex sein Vorjahresniveau im Jahr 2001 um 2,6 Prozent und im kommenden Jahr um 2 Prozent überschreiten wird. Das reale Bruttoinlandsprodukt dürfte im kommenden Jahr um 2,5 Prozent zunehmen, nach 2,1 Prozent in diesem. Vor diesem Hintergrund wird die Arbeitslosigkeit im Prognosezeitraum nur noch leicht zurückgehen.

Robuste Konjunktur im Vereinigten Königreich

Der langanhaltende Aufschwung im Vereinigten Königreich hat sich zuletzt abgeflacht; die gesamtwirtschaftliche Produktion expandierte im ersten Quartal mit einer laufenden Jahresrate von nur 1,6 Prozent. Damit setzte sich die schwache Tendenz des Schlussquartals 2000 fort. Zum Teil ist diese Entwicklung auf Sonderfaktoren zurückzuführen: Sowohl die ungewöhnlich ungünstigen Witterungsbedin-

Schaubild 6: Indikatoren[a] zur Konjunktur im Vereinigten Königreich



[a] Saisonbereinigt. – [b] Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate. – [c] Real. – [d] Maschinenbau. – [e] Veränderung gegenüber dem Vorjahr.

Quelle: Eurostat (2001), IMF (2001), OECD (2001).

gungen, der Ausbruch von Tierseuchen als auch Behinderungen im Schienenverkehr haben zu Produktionsausfällen geführt. Die geringere Expansion reflektiert aber auch eine Abflachung der konjunkturellen Grundtendenz. Vor allem das Konjunkturklima im verarbeitenden Gewerbe hat sich seit Sommer vergangenen Jah-

res merklich abgekühlt, wozu die fehlende Dynamik in den Vereinigten Staaten und die Stärke des Pfund Sterling beigetragen haben. Als Folge der Konsolidierung nach dem Boom bei den Investitionen Technologie und Kommunikation hat sich ein merklicher Rückgang der Produktion in diesem Bereich eingestellt. Umfrageergebnisse bezüglich der Auftragssituation und der Geschäftserwartungen lassen für das zweite Quartal und für den Sommer keine Besserung der Lage in der Industrie erwarten. Diese wird vermutlich erst einsetzen, wenn die Auslandsnachfrage im Zuge einer weltwirtschaftlichen Erholung Ende dieses Jahres wieder anzieht.

Trotz der Schwäche im verarbeitenden Gewerbe bleibt die gesamtwirtschaftliche Expansion im Vereinigten Königreich robust. Stütze der Konjunktur ist der anhaltend kräftige private Verbrauch, der von hohen Realeinkommenszuwächsen profitiert. Diese sind auf eine außerordentlich günstige Lage am Arbeitsmarkt zurück zu führen. Der Beschäftigungsanstieg hat sich trotz der konjunkturellen Eintrübung nur wenig verlangsamt, und die Arbeitslosenquote ist bis zuletzt weiter gesunken. Dies wirkt sich positiv auf das Konsumentenvertrauen aus. Zwar dürfte der im Verlauf der vergangenen Monate eingetretene Wertverlust bei Aktien die Konsumneigung tendenziell dämpfen. Dem steht aber gegenüber, dass das Vermögen vieler Haushalte zunimmt, weil die Immobilienpreise nach einem Rückgang im vergangenen Jahr seit Beginn dieses Jahres wieder steigen.

Anregungen gehen von der Geld- und vor allem von der Fiskalpolitik aus. Angesichts der konjunkturellen Verlangsamung und einer sehr geringen Inflation (Schaubild 6) hat die Bank von England seit Beginn des Jahres die Leitzinsen um 50 Basispunkte gesenkt. Wir rechnen damit, dass sie die Leitzinsen in diesem Jahr um weitere 25 Basispunkte herabsetzen wird. Die Fiskalpolitik verfolgt im Prognosezeitraum einen deutlich expansiven Kurs. So werden die Ausgaben für Infrastrukturmaßnahmen, Bildung und Gesundheit im Prognosezeitraum kräftig ausgeweitet. Die fiskalische Stimulierung trägt wesentlich dazu bei, dass die gesamtwirtschaftliche Produktion in diesem Jahr trotz der dämpfenden außenwirtschaftlichen Einflüsse mit einer Rate von 2,3 Prozent in etwa potentialgerecht expandieren wird. Im kommenden Jahr wird der Aufschwung wieder an Fahrt gewinnen, und die Produktion wird um 2,6 Prozent zunehmen. Die Arbeitslosenquote (ILO-Definition) wird im Prognosezeitraum in etwa auf ihrem jetzigen Niveau von 5,3 Prozent verharren. Der Verbraucherpreisanstieg (HVPI) erhöht sich leicht von 0,7 Prozent im Jahr 2001 auf 1,6 Prozent im Jahr 2002.

Ausblick: Expansion in den Industrieländern verstärkt sich wieder

Derzeit weisen die vorlaufenden Indikatoren für die meisten Industrieländer noch nach unten. So erwarten wir für den weiteren Verlauf des Sommerhalbjahrs nochmals eine nur schwache Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion. Gegen Jahresende dürften dann aber die Auftriebskräfte die Oberhand gewinnen. Anzeichen dafür, dass die Impulse durch die Wirtschaftspolitik eine Stabilisierung des Vertrauens von Unternehmen und Verbrauchern in die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung bewirken, gibt es bereits in den Vereinigten Staaten. Wir rechnen damit, dass das reale Bruttoinlandsprodukt dort im kommenden Winterhalbjahr mit Raten expandiert, die in etwa dem Wachstum des Produk-

Tabelle 1: Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in den Industrieländern 2000–2002

	Gewicht[a]	Bruttoinlandsprodukt[b]			Verbraucherpreise[b,c]			Arbeitslosenquote[d] in Prozent		
		2000	2001[e]	2002[e]	2000	2001[e]	2002[e]	2000	2001[e]	2002[e]
Deutschland	8,0	3,0	1,3	2,2	2,0	2,8	1,7	7,9	7,7	7,5
Frankreich	5,5	3,2	2,3	2,6	1,9	1,9	1,6	9,5	8,5	8,2
Italien	4,6	2,9	2,2	2,3	2,7	2,5	1,9	10,5	9,7	9,3
Spanien	2,4	4,1	2,5	2,8	3,5	3,6	2,5	14,1	13,1	12,3
Niederlande	1,6	3,9	2,3	3,0	2,3	4,9	2,4	3,0	2,6	2,8
Belgien	1,0	4,0	2,4	2,7	2,7	2,5	2,3	7,0	6,8	6,5
Österreich	0,8	3,3	2,0	2,3	2,0	2,2	1,6	3,7	3,8	3,9
Finnland	0,5	5,7	3,7	4,3	3,0	2,9	2,2	9,7	9,0	8,6
Griechenland	0,5	4,0	3,5	3,3	2,3	3,7	4,5	11,2	10,5	10,0
Portugal	0,4	3,3	2,3	2,4	2,8	4,1	2,9	4,1	4,2	4,3
Irland	0,4	10,5	6,5	5,5	2,8	3,9	4,6	4,2	3,7	3,5
Luxemburg	0,1	8,5	6,0	5,0	5,2	2,9	2,0	2,4	2,3	2,3
Euroland	25,7	3,4	2,1	2,5	2,3	2,7	2,0	8,9	8,3	8,0
Vereinigtes Königreich	6,0	3,0	2,3	2,6	0,8	0,7	1,6	5,5	5,3	5,2
Schweden	1,0	3,6	2,7	3,0	1,3	1,4	1,5	5,9	5,4	5,3
Dänemark	0,7	2,9	1,6	2,4	3,1	2,9	1,5	4,7	4,8	4,8
Europäische Union	33,4	3,3	2,2	2,6	2,0	2,3	1,9	8,1	7,6	7,4
Schweiz	1,0	3,4	2,5	2,5	1,6	1,2	1,0	2,5	2,3	2,3
Norwegen	0,7	2,2	1,5	2,0	2,6	2,6	1,5	3,5	3,7	3,7
Westeuropa	35,1	3,3	2,1	2,6	2,0	2,3	1,9	7,9	7,5	7,2
Vereinigte Staaten	42,3	5,0	1,5	3,0	3,4	3,3	3,2	4,0	4,7	4,6
Japan	19,7	1,7	0,2	1,5	–0,7	–0,4	–0,1	4,7	5,0	5,2
Kanada	2,9	4,4	3,1	2,4	2,7	2,7	2,7	6,8	7,0	6,8
Länder insgesamt	100,0	3,7	1,5	2,5	2,1	2,2	2,1	5,9	6,0	5,9

[a] In Prozent, auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 2000. – [b] Veränderung gegenüber dem Vorjahr (Prozent). – [c] Westeuropa (außer Schweiz): Harmonisierter Verbraucherpreisindex (HVPI). – [d] Standardisierte Arbeitslosenquote nach dem ILO-Konzept (außer Griechenland). Ländergruppen gewichtet auf der Grundlage der Erwerbspersonenzahl von 2000. – [e] Prognose.

Quelle: EZB (2001), OECD (2001), eigene Berechnungen und Schätzungen.

tionspotentials entsprechen. Im Jahresdurchschnitt wird sich der Anstieg von 1,5 Prozent in diesem Jahr auf 3 Prozent im nächsten Jahr erhöhen (Tabelle 1).

Auch in den übrigen Industrieländern wird sich die Konjunktur gegen Jahresende zunehmend beleben. Zwar sind die wirtschaftspolitischen Impulse hier zumeist deutlich geringer, von der Erholung in den Vereinigten Staaten gehen aber erhebliche Anregungen aus. Außerdem werden die dämpfenden Wirkungen des Ölpreisanstiegs abklingen, sofern sich der Ölpreis, wie von uns angenommen, bei etwa 25 US-Dollar einpendelt. Für Euroland ist im kommenden Jahr ein Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts von 2,5 Prozent zu erwarten, nach 2,1 Prozent im Jahr 2001. In Japan wird die Produktionsausweitung mit 1,5 Prozent im Jahr 2002 abermals vergleichsweise gering ausfallen, wenngleich deutlich stärker als in diesem Jahr (0,2 Prozent). Allerdings dürften sich die Wachstumsperspektiven für die kommenden Jahre mit den forcierten Strukturreformen, die sich derzeit abzeichnen, zunehmend verbessern.

Für die Industrieländer insgesamt erwarten wir eine Zunahme des gesamtwirtschaftlichen Produktionsanstiegs von 1,5 Prozent in diesem auf 2,5 Prozent im nächsten Jahr. Von der konjunkturellen Beschleunigung in den Industrieländern werden auch die Entwicklungs- und Schwellenländer profitieren, nicht zuletzt, weil zu erwarten ist, dass der Druck auf die Preise für nicht energetische Rohstoffe mit steigender Nachfrage nachlässt. Mit der zunehmenden weltwirtschaftlichen Dynamik wird der Welthandel wieder deutlich expandieren; im Jahresdurchschnitt wird er sein Vorjahresniveau im kommenden Jahr wohl um etwa 7 Prozent übertreffen, nach einem Zuwachs von lediglich 4 Prozent im Jahr 2001.

Summary

Business Cycle in the Industrial Countries Passes Trough

The cyclical upswing in the industrial countries came to an end in the second half of 2000 in the wake of increased oil prices and tighter monetary policies. In 2001, economic growth so far has remained significantly below the growth rate of potential output. In the first quarter, real GDP increased at an annualized rate of 1.2 percent, and leading indicators suggest that output has barely grown in the second quarter. Manufacturing industries are currently in a global recession. Employment growth has slowed down sharply, and unemployment has tended upwards recently after years of decline.

Economic Policy is Stimulating

The cyclical deterioration has been especially pronounced in the United States where growth slowed from 5 percent in the first half of last year to only 1 percent during the winter semester 2000/2001. Economic policy has responded quickly to the sharp downturn. The Fed lowered its key interest rates by as much as 2.5 percentage points since the start of the year. As a consequence, short-term real interest rates are now well below neutral levels. Fiscal policy is also geared towards stimulating the economy. The multi-year tax reduction program was designed in a way that private households will get some tax relief already this summer.

In contrast to the United States, economic policy reaction in Japan and in Euroland has been much less pronounced, albeit for different reasons. In Japan, the scope for additional stimulus is small given that interest rates are already extremely low and government debt is spiraling. In Euroland, GDP growth has so far fallen only slightly below the growth rate of potential output. This is also due to the fact that – in contrast to the United States – monetary policy was not restrictive before. The case for interest rate reductions is therefore not very strong. The cautious attitude of the ECB is also influenced by the fact that inflation is stubbornly high and the euro continues to be under pressure. Meanwhile, substantial tax reductions are supporting domestic demand although they were decided upon in order to foster the growth of potential output rather than out of cyclical considerations. All in all economic policies are stimulating growth in the industrial countries substantially over this year and next.

Outlook: Growth in the Industrial Countries to Pick Up

Currently, leading indicators are still pointing downward in most industrial countries. Accordingly, the cyclical weakness is expected to prevail until autumn. Towards the end of the year, however, the stabilization of confidence in the private sector triggered by expansionary economic policies will result in an upturn of activity in the United States. Annual growth will rise to 3 percent in 2002 from 1.5 percent in 2001. Despite economic policy being less stimulative growth in the other industrial countries will also improve, reflecting the impulses from reviving demand in the United States and the fading of the negative shock from higher oil prices. Real GDP in Euroland will rise by 2.5 percent next year, following 2.1 percent in 2001. Growth in Japan will increase from a mere 0.2 percent this year, but remain relatively low at 1.5 percent in 2002. Medium-run growth perspectives for Japan will gradually improve provided that the new government is accelerating structural reforms as intended. In the industrial countries as a whole, output growth is expected to rise from 1.5 percent this year to 2.5 percent next year.

Literatur

Bank of Japan (2001). Change in the Guideline of Money Market Operations and Reduction in the Official Discount Rate. 28. Februar. http://www.boj.or.jp/en/seisaku/01/seisak f.htm

Board of Governors of the Federal Reserve System (2001). Federal Reserve Bulletin 87 (4). April. Washington, D.C.

Euroframe (2001). Eurogrowth indicator. Juni. http://euro-frame.org/indicator.htm.

Eurostat (2001). National Accounts. Luxembourg. http://europa.eu.int/comm/eurostat.

EZB (Europäische Zentralbank) (2001). *Monatsbericht*. Mai. Frankfurt am Main.

Federal Reserve Bank of St. Louis (2001). Federal Reserve Economic Database (FRED). URL: http://www.stls.frb.org/fred/index.html

IMF (2001). *International Financial Statistics*. May. Washington, D.C.

Kamps, C., und J. Scheide (2001). Euroland: Abkühlung der Konjunktur – kein Grund zu Aktionismus. *Die Weltwirtschaft* (1): 51–77.

OECD (2001). *Main Economic Indicators*. May. Paris.