

Bessin, Stefanie et al.

**Article — Digitized Version**

## Verhaltene Konjunkturbelebung in den Industrieländern

Die Weltwirtschaft

**Provided in Cooperation with:**

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

*Suggested Citation:* Bessin, Stefanie et al. (1991) : Verhaltene Konjunkturbelebung in den Industrieländern, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 2, pp. 1-25

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/1509>

**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.*

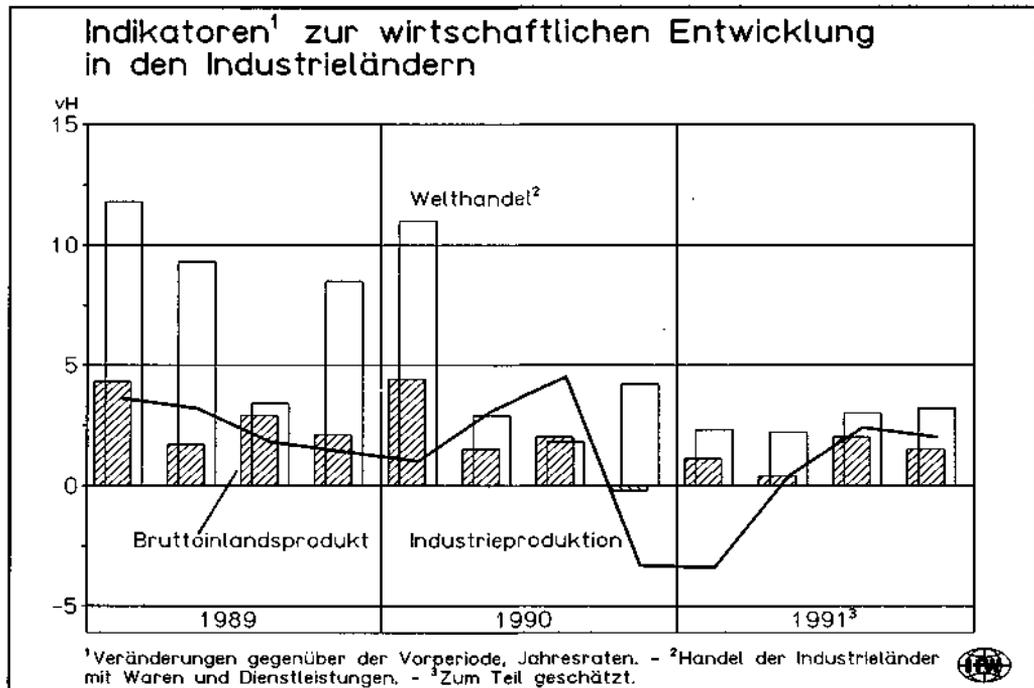
# Verhaltene Konjunkturbelebung in den Industrieländern

Von **Stefanie Bessin, Malte Fischer, Klaus-Jürgen Gern, Eckhard Nitschke, Klaus-Werner Schatz** und **Peter Trapp**

Die Weltwirtschaft hat sich Mitte des Jahres 1991 aus der Stagnation gelöst, in der sie seit dem Spätsommer 1990 verharrt hatte. Nachfrage und Produktion sind wieder leicht aufwärtsgerichtet und der Welthandel expandierte etwas rascher (Schaubild 1). Das reale Bruttosozialprodukt in den Industrieländern insgesamt dürfte im zweiten Halbjahr 1991 mit einer laufenden Jahresrate von annähernd 2 vH gestiegen sein; dies ist etwas weniger als die Wachstumsrate des Produktionspotentials. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt hat sich dabei weiter verschlechtert; die Arbeitslosenquote war im Herbst 1991 mit rund 7 vH um etwa einen Prozentpunkt höher als vor einem Jahr. Der Anstieg der Verbraucherpreise, der sich im Winterhalbjahr 1990/91 infolge der Ölverteuerung im Zusammenhang mit der Golfkrise auf reichlich 8 vH erhöht hatte, betrug zuletzt etwa 4 vH.

Die Unterschiede in der konjunkturellen Entwicklung zwischen den großen Industrieländern, die die Weltwirtschaft im Winterhalbjahr 1990/91 prägten, haben sich im Verlauf von 1991 deutlich verringert. In den Vereinigten Staaten und in Kanada hat sich die wirtschaftliche Aktivität – nach dem deutlichen Produktionsrückgang im Winterhalbjahr – belebt; in Japan und in Westdeutschland hat sich die wirtschaftliche Expansion, die bis zum Frühjahr sehr kräftig war, nach der Jahresmitte nicht mehr fortgesetzt. Der Produk-

Schaubild 1



tionszuwachs in Westeuropa ohne Deutschland verringerte sich nicht mehr, obschon sich die stützenden Effekte, die von dem starken Importsog der deutschen Wirtschaft im Zusammenhang mit der Vereinigung ausgegangen waren, merklich abgeschwächt haben.

### **Keine starken wirtschaftspolitischen Impulse**

Die Finanzpolitik in den Industrieländern hat, anders als in der Rezession zu Beginn der achtziger Jahre, nicht versucht, die Nachfrage zu stimulieren. Viele Regierungen waren sogar bemüht, die Haushaltsdefizite weiter zu verringern. Dennoch führten konjunkturbedingte Mehrausgaben und Einnahmehausfälle zumeist zu einer Überschreitung der selbst gesetzten Defizitobergrenzen. In den Vereinigten Staaten trugen vor allem die umfangreichen Ausgaben zur Sanierung der Banken und Sparkassen zu einem Anstieg des Defizits bei. Insgesamt gesehen war der finanzpolitische Kurs in den Industrieländern etwa konjunkturneutral; 1992 dürfte eine ähnliche Politik verfolgt werden.

In der Geldpolitik zeigen sich gegenwärtig sehr unterschiedliche Tendenzen. In den Vereinigten Staaten hat die Notenbank 1991 einen zunehmend expansiven Kurs eingeschlagen. Die kurzfristigen Zinsen sind innerhalb der zurückliegenden zwölf Monate um rund zweieinhalb Prozentpunkte gesenkt worden. Die Ausweitung der Geldmenge M1 hat sich daraufhin merklich beschleunigt. Gleichwohl ist der Anstieg von Nachfrage und Produktion, der im Frühjahr eingesetzt hatte, im Herbst zum Stillstand gekommen und die Erwartungen der Verbraucher und Investoren haben sich markant verschlechtert. Weil die Notenbank bestrebt ist, einen Konjunkturrückschlag zu vermeiden, ist eine weitere Senkung der Leitzinsen wahrscheinlich. Auch 1992 dürfte sie den expansiven Kurs zunächst fortsetzen. Erst für den späteren Verlauf des Jahres, bei dann wieder merklich höherer Kapazitätsauslastung, ist mit Zinsanhebungen zu rechnen. In Japan hat die Notenbank ihre Politik seit Mitte 1991 gelockert. Die starke Abkühlung der Binnenkonjunktur läßt erwarten, daß 1992 ein moderat expansiver Kurs beibehalten wird. In Westeuropa konnten viele Notenbanken ihre Zinsen von Mitte 1990 bis zum Herbst 1991 trotz der schrittweisen Erhöhung des Diskont- und Lombardsatzes in der Bundesrepublik senken, da sie Fortschritte bei der Bekämpfung der Inflation gemacht hatten und die D-Mark zeitweise zur Schwäche neigte. Aufgrund der Höherbewertung der D-Mark in der zweiten Hälfte des Jahres 1991 sahen sich einige Zentralbanken zuletzt allerdings gezwungen, die Zinsen etwas zu erhöhen, um den Wechselkurs ihrer Währungen im Europäischen Währungssystem zu verteidigen. Weil die Deutsche Bundesbank an ihrer engen Geldpolitik vorerst festhalten wird, dürfte der Spielraum für Zinssenkungen gering sein, denn die meisten Länder räumen der Wechselkursstabilität Vorrang ein. Insgesamt wird die Geldmengenexpansion in Westeuropa 1992 deshalb zunächst wohl moderat bleiben. Erst im zweiten Halbjahr, nach deutlicher Abschwächung des Preisanstiegs und der Konjunktur in Westdeutschland, wird die Bundesbank ihren Kurs vermutlich vorsichtig lockern und dadurch Zinssenkungen in den übrigen westeuropäischen Ländern ermöglichen.

### **1992: Umkehr des Konjunkturfalles**

Merkliche Anregungen der Konjunktur im Jahr 1992 durch die Geldpolitik sind deshalb wohl nur in den Vereinigten Staaten und, im späteren Verlauf des Jahres, in Japan zu erwarten. In Westeuropa dagegen ergibt sich die Belebung, mit der für 1992 gerechnet wird, daraus, daß die dämpfenden geldpolitischen Effekte abklingen. Die zugrundeliegenden Auftriebskräfte werden damit allmählich wieder die Oberhand gewinnen. Bedeutsam ist dabei, daß die Angebotsbedingungen in vielen westeuropäischen Ländern in den ver-

gangenen Jahren durch Deregulierungen, Steuersenkungen für Unternehmen und die stärkere Integration in Europa verbessert worden sind. Da anders als in früheren vergleichbaren Konjunkturphasen am Ende des Aufschwungs kein starker Lageraufbau stattgefunden hat, wird die Produktion relativ rasch auf die Nachfragebelebung reagieren. Damit wird die gegenwärtige konjunkturelle Schwächephase in den Industrieländern kürzer und weniger ausgeprägt sein als vorherige Rezessionen.

Der Wechselkurs des US-Dollar, der infolge der nur zögerlichen konjunkturellen Belebung in den Vereinigten Staaten und des im Vergleich zu Deutschland sinkenden Zinsniveaus von Juli bis Anfang Dezember um rund 10 vH gegenüber der D-Mark zurückgegangen war, dürfte sich im Verlauf von 1992 stabilisieren. Denn das Konjunkturgefälle zwischen Nordamerika einerseits und Deutschland andererseits wird sich zunächst umkehren, und die Zinsdifferenzen dürften schließlich geringer werden. Für den Durchschnitt des Jahres 1992 rechnen wir mit einem Wechselkurs von 1,60 bis 1,70 DM/US-\$. Den Preis für Erdöl setzen wir für 1992 in der Höhe des OPEC-Referenzpreises von 21 US-\$ pro Barrel an. Zwar wird der Ölverbrauch im Zuge der Konjunkturbelebung steigen, das Angebot ist jedoch recht elastisch, insbesondere weil Kuwait und der Irak ihre Lieferungen verstärken werden. Das Risiko eines höheren Preises könnte sich für den Fall ergeben, daß Lieferungen aus der Sowjetunion in größerem Umfang ausfallen. Ein nachhaltiges Überschreiten des Referenzpreises wird wohl Saudi-Arabien durch eine Ausweitung seines Angebots verhindern. Die Preise auf den Rohstoffmärkten, die seit Anfang 1989 um etwa 18 vH gefallen sind, dürften sich 1992 stabilisieren und im späteren Jahresverlauf leicht steigen.

Zwar sind die Erwartungen der Konsumenten und Investoren noch ungünstig. Solche Stimmungstiefs sind in der Frühphase des Aufschwungs aber häufig, wenn die Unternehmensgewinne und die Einkommen noch durch die Rezession geprägt sind. Auch die Tatsache, daß die Zinsen am Kapitalmarkt weiterhin recht hoch sind, muß die weitere Aufwärtsentwicklung nicht verhindern. So wurde Anfang 1983 die Sorge geäußert, der Aufschwung könne sich wegen anhaltend hoher Realzinsen nicht fortsetzen. Tatsächlich gab es aber einen sehr kräftigen Produktionsanstieg. Auch gegenwärtig ist das Risiko eines erneuten Konjunkturreinbruchs nach unserer Einschätzung gering, und die Bedingungen für einen dauerhaften Aufschwung sind sogar gut:

- der Preis- und der Kostenanstieg ist in den meisten Industrieländern relativ moderat;
- die Zentralbanken haben die Geldmengenexpansion als Reaktion auf die Rezession zumeist nicht übermäßig erhöht, so daß nicht bereits im frühen Aufschwung aus Stabilitätsgründen gebremst werden muß; nur in den Vereinigten Staaten besteht die Gefahr, daß die Geldpolitik in dem Bemühen, die Konjunktur rasch zu beleben, zu weit gegangen ist;
- die Finanzpolitik hat nicht versucht, der Konjunkturschwäche mit Nachfrageprogrammen entgegenzuwirken und hat daher keinen zusätzlichen Konsolidierungsbedarf;
- die Vollendung des Binnenmarktes in der EG und die Schaffung des Europäischen Wirtschaftsraumes (EWR) geben der Investitionstätigkeit merkliche Impulse;
- in Mittel- und Lateinamerika sowie in einer Reihe asiatischer Länder sind wirtschaftliche Reformen begonnen worden, die das Wachstum dort verstärken und die Konjunktur in den Industrieländern anregen; in Osteuropa ist für 1992 allerdings noch nicht mit einer Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion zu rechnen.

Tabelle 1 – Reales Bruttoinlandsprodukt<sup>1</sup> und Verbraucherpreise in den Industrieländern 1990–1992 – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (vH)

	Gewicht in vH <sup>2</sup>	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise		
		1990	1991 <sup>3</sup>	1992 <sup>3</sup>	1990	1991 <sup>3</sup>	1992 <sup>3</sup>
Westdeutschland .....	9,5	4,5	3,0	1,5	2,7	3,5	4,0
Frankreich .....	7,6	2,8	1,5	2,5	3,4	3,0	3,0
Italien .....	6,9	2,0	1,0	2,0	6,5	6,5	5,5
Vereinigtes Königreich <sup>4</sup> .....	6,2	0,9	-2,0	1,5	9,5	5,5	3,5
Spanien .....	3,1	3,7	2,5	3,0	6,7	6,0	6,0
Niederlande .....	1,8	3,5	2,0	1,5	2,6	4,0	3,5
Belgien .....	1,2	3,6	1,5	2,5	3,5	3,5	3,0
Dänemark .....	0,8	2,1	1,5	2,5	2,6	2,5	2,0
Griechenland .....	0,4	0,8	0,5	1,5	20,4	18,5	14,0
Portugal .....	0,4	4,1	3,0	3,5	13,3	12,0	10,0
Irland .....	0,3	5,7	2,0	2,5	3,4	3,0	3,0
EG-Länder	38,2	2,90	1,25	2,0	5,27	4,27	4,25
Nachrichtlich							
Deutschland insgesamt .....		2,2	1,0	2,0			
Schweiz .....	1,6	2,6	-0,5	1,5	5,4	6,0	4,0
Schweden .....	1,5	0,3	-1,0	0,5	10,4	9,0	3,5
Österreich .....	1,0	4,9	3,0	2,5	3,3	3,5	3,5
Finnland .....	0,9	0,4	-6,0	-2,5	6,1	4,0	3,5
Norwegen .....	0,7	1,8	2,0	3,0	4,1	3,5	3,5
Westeuropa .....	43,9	2,69	1,25	1,75	5,33	4,75	4,0
Vereinigte Staaten .....	34,0	1,0	-1,0	2,0	5,4	4,0	3,5
Japan .....	18,4	5,6	4,0	2,5	3,1	3,5	2,5
Kanada .....	3,7	0,5	-1,0	3,0	4,8	5,8	3,0
Länder insgesamt .....	100,0	2,55	1,0	2,0	4,75	4,25	3,75

<sup>1</sup> Deutschland und Japan: Bruttosozialprodukt. – <sup>2</sup> Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts von 1990. – <sup>3</sup> Prognose, auf halbe, für Ländergruppen auf viertel Prozentpunkte gerundet. – <sup>4</sup> Durchschnitt der Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts nach dem Entstehungs- und nach dem Verwendungskonzept.

Quelle: OECD, Paris: Quarterly National Accounts. Nr. 3, 1991; Main Economic Indicators. Nr. 10, 1991; Economic Outlook. Nr. 1, 1991. – Eigene Berechnungen und Schätzungen.

Weil starke wirtschaftspolitische Impulse zumeist fehlen, dürfte die Belegung im allgemeinen zunächst verhalten sein; erst im Verlauf des Jahres 1992 wird sie an Stärke gewinnen. Die Auslastung des Produktionspotentials wird im Winterhalbjahr 1991/92 in einigen Ländern vermutlich noch sinken; die Arbeitslosigkeit nimmt tendenziell weiter zu. Die Unterschiede im Wachstumstempo der einzelnen Länder werden im kommenden Jahr erheblich geringer werden. Treibende Kraft für den Aufschwung im Jahresverlauf sind die Vereinigten Staaten, vergleichsweise mäßig wird die Verstärkung des Expansionstempos in Westeuropa sein. Für Japan ist ebenfalls mit einer Festigung der Konjunktur zu rechnen. Für das Jahr 1992 insgesamt erwarten wir, daß die Zunahme des realen Bruttosozialprodukts in den Industrieländern mit 2 vH merklich höher ausfällt als 1991 (Tabelle 1). Der Welthandel dürfte das Vorjahresniveau 1992 um etwa 5 vH übertreffen. Der Anstieg der Verbraucherpreise vermindert sich nochmals leicht von 4 1/4 vH im Jahr 1991 auf etwa 3 3/4 vH im Jahr 1992.

## **Vereinigte Staaten: Leichter Produktionsanstieg**

In den Vereinigten Staaten haben sich Produktion und Nachfrage seit dem vergangenen Frühjahr belebt. Das Bruttoinlandsprodukt stieg im Sommerhalbjahr leicht an, nachdem es im Winterhalbjahr mit einer laufenden Jahresrate von etwa 2,5 vH gesunken war. Stetig und einheitlich vollzieht sich der Aufschwung jedoch nicht. Gegenwärtig weist eine Reihe von Indikatoren sogar auf ein Nachlassen der Auftriebskräfte hin. So stagniert der Index der Frühindikatoren seit Juli, und das Vertrauen der Konsumenten sank zuletzt markant. Die geringe Zunahme der Einzelhandelsumsätze deutet darauf hin, daß sich der private Verbrauch im vierten Quartal nur wenig erhöht hat. Die Industrieproduktion, die seit dem Frühjahr kräftig expandiert war, stagniert seit August (Schaubild 2) und die Kapazitätsauslastung der Industrie sank leicht. Andererseits haben die Auftragseingänge spürbar zugenommen. Insgesamt dürfte das Bruttosozialprodukt im vierten Quartal allenfalls leicht gestiegen sein. Ein erneutes Abgleiten in die Rezession halten wir jedoch für wenig wahrscheinlich, sind doch im Kurs der Geldpolitik, die im Verlauf von 1991 mehrfach gelockert wurde, spürbar anregende Wirkungen angelegt. Auch dürften sich die dämpfenden Wirkungen der Finanzpolitik, die von den 1990 beschlossenen Steuererhöhungen ausgingen, allmählich abschwächen.

Die Beschäftigung hat bisher kaum auf die konjunkturelle Belebung reagiert. Insbesondere im verarbeitenden Gewerbe wurden weiterhin Arbeitskräfte freigesetzt, was einen deutlichen Anstieg der Arbeitsproduktivität und eine merkliche Verlangsamung des Lohnstückkostenauftriebs zur Folge hatte. Uneinheitlich verlief die Entwicklung im Dienstleistungssektor. Während im Groß- und Einzelhandel und bei den Finanzdienstleistungen die Zahl der Beschäftigten zurückging, stieg sie im Bereich der privaten und unternehmensbezogenen Dienstleistungen bis zuletzt. Die Arbeitslosenquote verharrt derzeit bei knapp 7 vH und übertrifft damit das Niveau vor Beginn der Rezession um rund 1,5 Prozentpunkte.

Der Preisanstieg hat sich in der zweiten Jahreshälfte weiter abgeschwächt. Von Mai bis Oktober erhöhten sich die Verbraucherpreise mit einer Jahresrate von reichlich 2 vH und übertrafen den Vorjahresstand zuletzt um knapp 3 vH. Der Index der Produzentenpreise, der im zweiten Halbjahr 1990 aufgrund des Ölpreissprungs besonders stark gestiegen war, sank sogar und unterschritt im Oktober leicht das vor Jahresfrist erreichte Niveau.

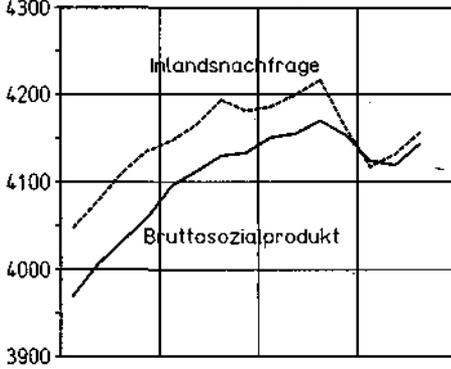
Das Handelsbilanzdefizit hat sich im Jahr 1991 nochmals um etwa 35 Mrd. US-\$ auf rund 70 Mrd. US-\$ verringert. Bedeutsam hierfür war vor allem, daß die Importe im Zuge der Rezession nur wenig zunahmen, aber auch der weitere Anstieg der Exporte, der durch die Abwertung des US-Dollar bis zuletzt gefördert wurde. Die bereits seit 1988 zu beobachtende Verringerung des Leistungsbilanzdefizits hat sich fortgesetzt. In Relation zum Bruttosozialprodukt nahm das Defizit von 1,7 vH im Jahr 1990 auf etwa 0,5 vH ab. Verstärkt wurde der Rückgang in der ersten Jahreshälfte durch die im Zuge des Golfkrieges erheblich gestiegenen Übertragungen.

Nach dem kräftigen Einbruch im vergangenen Winterhalbjahr hat sich der private Verbrauch im Jahresverlauf belebt. Zwar war der Anstieg der realen verfügbaren Einkommen, der vor allem aus dem nachlassenden Preisanstieg resultierte, nur mäßig, doch ging die Sparquote nochmals zurück. Mit 3,8 vH war sie im dritten Quartal so niedrig wie zuletzt Anfang 1988. Hierbei dürfte das im Zuge der monetären Lockerung spürbar gesunkene Zinsniveau eine Rolle gespielt haben. Dämpfend auf den privaten Verbrauch wirkte die verschlechterte Lage auf dem Arbeitsmarkt, die auch die wesentliche Ursache für das gesunkene Vertrauen der Verbraucher sein dürfte.

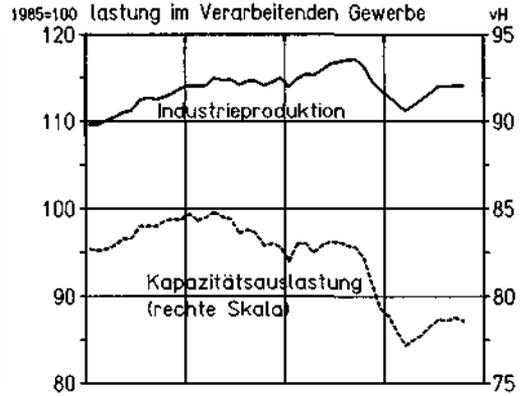
Schaubild 2

## Indikatoren<sup>1</sup> zur Konjunkturoentwicklung in den Vereinigten Staaten

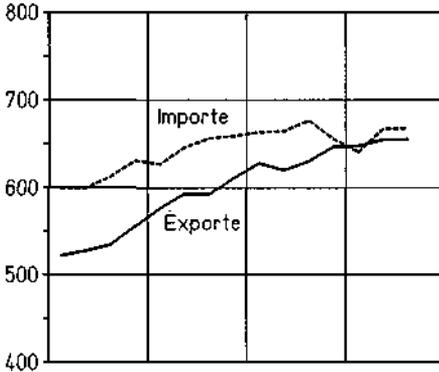
Mrd. US-\$ Produktion und Nachfrage<sup>2</sup>



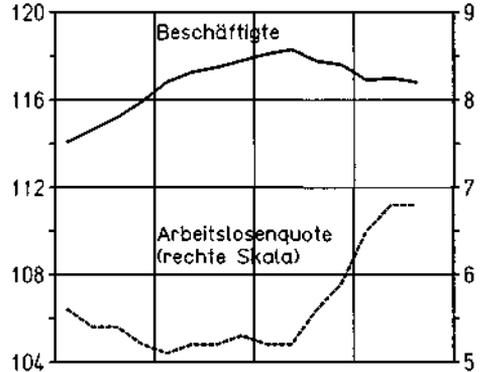
Industrie- und Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe



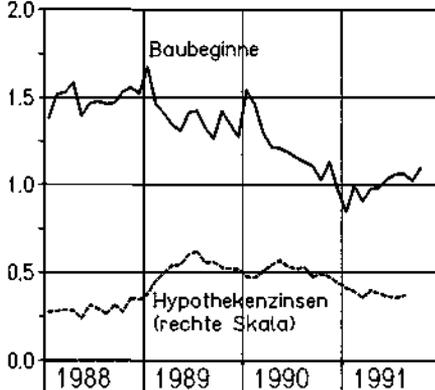
Außenhandel<sup>2,3</sup>



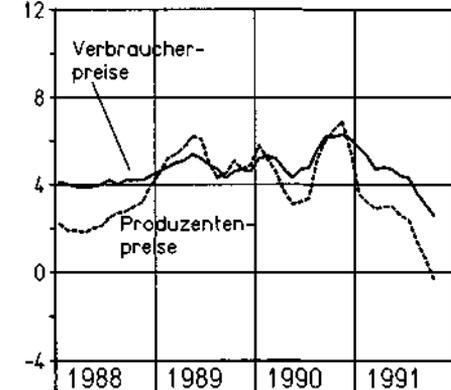
Arbeitsmarkt



MILL. Bautätigkeit und Zinsen



Preise<sup>4</sup>



<sup>1</sup> Saisonbereinigt. - <sup>2</sup> In Preisen von 1982. - <sup>3</sup> Waren und Dienstleistungen nach der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung. - <sup>4</sup> Veränderungen gegenüber dem Vorjahr.



Eine recht kräftige Entwicklung zeichnete sich im Jahresverlauf bei den Ausrüstungsinvestitionen ab. Dies spiegelt sowohl die deutlich belebte Auftragslage als auch verbesserte Ertragsersparungen wider, zu denen der geringe Anstieg der Lohnstückkosten beigetragen hat. Die Wohnungsbauinvestitionen, die seit dem Frühjahr 1990 drastisch zurückgegangen waren, legten ebenfalls merklich zu, gestützt durch niedrigere Hypothekenzinsen. Auch kam es im dritten Quartal erstmals wieder zu einer Aufstockung der Lager. Hingegen scheint die Talsohle im gewerblichen Bau aufgrund des bestehenden Überangebots insbesondere von Büro- und Verkaufsflächen noch nicht erreicht zu sein. Vielmehr dürften hier die Investitionen im zweiten Halbjahr deutlich gesunken sein.

Unter dem Eindruck, der Aufschwung könne ins Stocken geraten, hat die amerikanische Zentralbank ihren Kurs nochmals gelockert. Der Diskontsatz wurde im November erneut auf nunmehr 4,5 % ermäßigt und damit innerhalb eines Jahres um 2,5 Prozentpunkte reduziert. Im gleichen Ausmaß gingen die kurzfristigen Marktzinsen zurück, während die Sätze am Kapitalmarkt erst seit dem Sommer von rund 8,3 % im Juli auf etwa 7,5 % deutlich nachgegeben haben. Die Zentralbank hat ihre geldpolitischen Maßnahmen wiederholt mit der Sorge um die ihrer Ansicht nach zu schwache Expansion der Geldmenge M2 begründet; von Mai bis Oktober stagnierte sie sogar. Hierin dürften sich jedoch vor allem Portfolioentscheidungen der Privaten widerspiegeln, die angesichts der relativ niedrigen Verzinsung von Bankdepositen und in Erwartung weiterer Zinssenkungen ihre Mittel in höher verzinsliche, nicht in M2 enthaltene Anlageformen umschichteten. Die Geldmenge M1, die in engem Zusammenhang mit der realwirtschaftlichen Aktivität steht, weist hingegen seit Beginn des Jahres erhebliche Zuwächse auf und dürfte 1991 insgesamt um reichlich 5,5 vH ansteigen, nach 3,7 vH im Vorjahr. Von daher dürfte eine Fortsetzung des Aufschwungs angelegt sein.

Obgleich die Gefahr besteht, daß eine weitere Rückführung des Zinsniveaus eine erneute Beschleunigung des Preisanstiegs bewirken, ist damit zu rechnen, daß die amerikanische Geldpolitik den Kurs nochmals lockert. Erst im späteren Verlauf von 1992, wenn die Konjunktur wieder deutlich an Fahrt gewonnen hat, dürften die geldpolitischen Zügel leicht angezogen werden. Dies wird jedoch auf den konjunkturellen Verlauf im kommenden Jahr keine Auswirkungen haben.

Die bisher wenig zügige Aufwärtsentwicklung hat eine neue finanzpolitische Diskussion in den Vereinigten Staaten entfacht. Gefordert wird, zum einen durch Steuersenkungen für die Bezieher mittlerer Einkommen und für Familien den privaten Verbrauch zu stützen und zum anderen durch spezielle steuerliche Maßnahmen die Investitionstätigkeit der Unternehmen anzuregen. Nach dem im Herbst letzten Jahres verabschiedeten Budgetkompromiß müssen zusätzliche Ausgabenprogramme bzw. Steuererleichterungen aber durch Einsparungen an anderer Stelle erwirtschaftet werden, um einen Anstieg der staatlichen Neuverschuldung zu verhindern. Eine baldige Aufkündigung des Kompromisses würde die Glaubwürdigkeit der amerikanischen Finanzpolitik nachhaltig schädigen und könnte zu Zinssteigerungen und zu Turbulenzen auf den Aktienmärkten führen. Auch im Hinblick auf die im kommenden Jahr anstehende Präsidentschaftswahl dürften daran weder Administration noch Kongreß interessiert sein. Vielmehr ist mit einzelnen, defizitneutral gestalteten Steuersenkungen zu rechnen, die allerdings auf die konjunkturelle Entwicklung im Jahr 1992 wohl keinen nennenswerten Einfluß haben werden.

Im Fiskaljahr 1991, das am 30. September endete, hat sich das Defizit im Bundeshaushalt auf 268 Mrd. US-\$ erhöht. Dies entspricht knapp 5 vH des Bruttosozialprodukts (Vorjahr 4 vH). Dabei schlugen die Ausgaben für die Sanierung der Sparkassen und Banken mit rund 67 Mrd. US-\$ zu Buche, während der Haushalt durch Zahlungen der Alliierten im

Tabelle 2 – Vereinigte Staaten: Eckdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung 1988–1992<sup>1</sup> – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (vH)

	1990 Mrd. US-\$	1988	1989	1990	1991 <sup>2</sup>	1992 <sup>2</sup>
Bruttoinlandsprodukt ...	5 423,4	4,4	2,5	0,9	-1,0	2,0
Privater Verbrauch ...	3 657,3	3,6	1,9	1,2	0,5	2,0
Staatsverbrauch ...	1 098,1	0,2	2,3	2,8	0,5	-1,5
Anlageinvestitionen ...	746,1	5,6	1,6	-0,1	-4,5	5,0
Vorratsveränderungen <sup>3</sup>	-5,0	0,0	0,0	-0,7	-0,4	1,0
Inländische Verwendung	5 496,3	3,3	1,9	0,5	-1,5	2,5
Exporte ...	672,8	18,3	11,0	6,4	3,5	5,0
Importe ...	704,0	7,1	6,0	2,8	1,5	6,5
Nettoexporte <sup>3</sup> ...	-31,2	1,1	0,5	0,5	0,5	-0,5
Preisindex für die Lebenshaltung ...	.	4,1	4,8	5,4	4,0	3,5
Arbeitslosenquote <sup>4</sup> ...	.	5,5	5,3	5,5	7,0	6,5

<sup>1</sup> Veränderungsraten berechnet aus Werten in Preisen von 1982. – <sup>2</sup> Prognose, auf halbe Prozentpunkte gerundet. – <sup>3</sup> Veränderungen in vH des Bruttosozialprodukts der Vorperiode. – <sup>4</sup> In vH der Erwerbspersonen.

Quelle: US Department of Commerce, Survey of Current Business. Washington, lfd. Jgg. – Council of Economic Advisors, Economic Indicators. Washington, lfd. Jgg. – Eigene Berechnungen und Schätzungen.

Zuge des Golfkriegs um etwa 43 Mrd. US-\$ entlastet wurde. Für das Fiskaljahr 1992 zeichnet sich eine weitere Steigerung des Fehlbetrages auf etwa 360 Mrd. US-\$ (rund 6 vH des Bruttosozialprodukts) ab. Ausschlaggebend für diesen Anstieg sind neben rezessionsbedingt geringeren Steuereinnahmen und höheren Sozialausgaben nochmals deutlich steigende Aufwendungen für die Übernahme insolventer Banken und Sparkassen. Die Bundesstaaten und die Gemeinden sind weiterhin um eine Konsolidierung ihrer Haushalte durch Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen bemüht. Alles in allem dürften auch 1992 von der Finanzpolitik eher dämpfende Wirkungen auf die Konjunktur ausgehen.

Nach der leichten Abschwächung im Herbst dieses Jahres wird sich der Aufschwung im Verlauf von 1992 verstärken. Wichtigste Triebkraft der Erholung werden die Ausrüstungsinvestitionen sein, die bei verbesserter Ertragskraft, gestiegenen Aufträgen und günstigen Gewinnaussichten der Unternehmen beträchtlich rascher als 1991 steigen werden. Da die Lagerhaltung derzeit sehr niedrig ist, wird es 1992 im Zuge der Produktionsausweitung zu einem beträchtlichen Zuwachs auch bei den Lagerinvestitionen kommen (Tabelle 2). Der private Verbrauch wird im nächsten Jahr wieder etwas stärker zunehmen. Bei verhaltener Ausweitung der Beschäftigung, nur wenig steigenden Löhnen und einer geringfügig abnehmenden Inflationsrate dürften die Realeinkommen weiterhin nur mäßig steigen. Ein nochmaliger Rückgang der Sparquote wird angesichts des derzeit extrem niedrigen Standes allenfalls schwach sein. Die Exporte werden aufgrund der konjunkturellen Belebung im Ausland deutlich rascher expandieren; mit der verstärkten inländischen Nachfrageausweitung wird aber auch der Importanstieg höher ausfallen. Das Defizit in der Handelsbilanz wird sich dabei 1992 wohl wieder leicht ausweiten. Das Leistungsbilanzdefizit, das in diesem Jahr – vor allem auch wegen der Übertragungen verbündeter Staaten zur Deckung der Kosten des Golfkriegs – kräftig gesunken war, wird wieder deutlich auf etwa 60 Mrd. US-\$ zunehmen; gemessen am Sozialprodukt dürfte es aber rund einen halben Prozentpunkt niedriger sein als 1990. Insgesamt wird sich der Anstieg des Bruttoinlands-

produkts 1992 wohl auf rund 2 vH belaufen, nach einem Rückgang um knapp 1 vH in diesem Jahr. Das Niveau der Konsumentenpreise wird im nächsten Jahr um etwa 3,5 vH höher als in diesem Jahr sein, in dem das Vorjahresniveau um reichlich 4 vH übertroffen wurde.

### **Japan: Im Abschwung**

Im Sommerhalbjahr 1991 hat sich die Konjunktur in Japan merklich abgekühlt. Das Sozialprodukt ist nach dem sprunghaften Anstieg zu Jahresbeginn nur noch schwach gestiegen (Schaubild 3). Die Industrieproduktion ging im Sommer gegenüber dem Winterhalbjahr 1990/91 sogar zurück; im Oktober lag der Produktionsindex zum ersten Mal seit dem Frühjahr 1987 unter dem Niveau des Vorjahres. Noch stärker sanken die Auslieferungen, so daß es zu einem spürbaren Lageraufbau kam. Die Beschäftigung stieg merklich verlangsamt. Hingegen hat sich die Arbeitslosenquote bislang nicht erhöht; sie liegt unverändert knapp über 2 vH.

Die deutliche Verringerung des konjunkturellen Tempos ist in erster Linie auf das Ende des Investitionsbooms zurückzuführen, der den Aufschwung seit 1987 maßgeblich getragen hatte. Die gewerblichen Anlageinvestitionen, die vier Jahre mit zweistelligen Zuwachsraten gestiegen waren, wurden im Sommerhalbjahr insgesamt nicht mehr ausgedehnt. Die seit Mitte 1989 restriktive Geldpolitik hat zu einer drastischen Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen geführt. Die Absatzerwartungen haben sich in wichtigen Branchen insbesondere der Automobil- und der Elektroindustrie merklich eingetrübt. Hinzu kam die infolge der insgesamt schwachen Auslandskonjunktur ungünstige Exportentwicklung. Die Erträge sind deutlich unter Druck geraten, und angesichts stark gestiegener Lagerbestände werden vielfach Erweiterungsinvestitionen zurückgestellt.

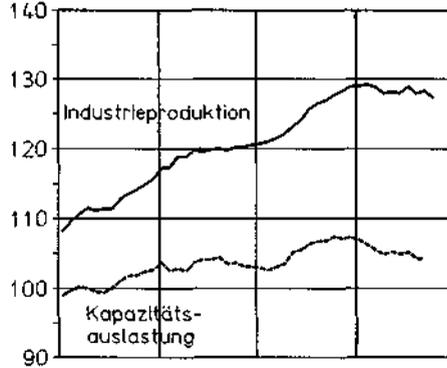
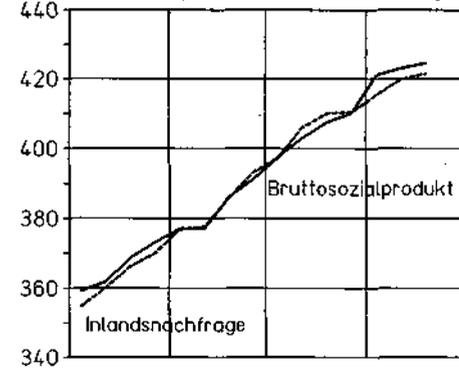
Die enge Geldpolitik der Zentralbank hat ein Ende des Booms auf dem Immobilienmarkt bewirkt und, vor allem in den Ballungsräumen, die Preise für Grundstücke und Gebäude zum Teil kräftig sinken lassen. Die Erwartung weiterer Preisrückgänge hat die Nachfrage nach Wohnraum verringert. Der Anteil der vor ihrer Fertigstellung verkauften Eigentumswohnungen ist von knapp 90 vH Anfang vergangenen Jahres auf zur Zeit etwa 50 vH gesunken. Das Bauvolumen geht seit dem Herbst 1990 zurück. Die Zahl der Baubeginne lag im Herbst 1991 um rund ein Viertel unter denen des Vorjahres.

Die Expansion des privaten Verbrauchs hat sich im Verlauf des Sommerhalbjahres abgeschwächt. Insbesondere der Absatz langlebiger Konsumgüter ist vielfach zurückgegangen. Dämpfend wirkte, daß die Einkommen, vor allem aufgrund geringerer Überstunden und niedrigerer Bonuszahlungen, weniger stark stiegen als in den Jahren zuvor, und daß angesichts der Ertragslage der meisten Unternehmen auch zukünftig mit einem deutlich verminderten Anstieg bei den halbjährlichen Sonderzahlungen – die immerhin etwa 25 vH eines Arbeitseinkommens ausmachen – zu rechnen ist. Dies alles machte sich in einem gesunkenen Vertrauen der Konsumenten in die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung bemerkbar.

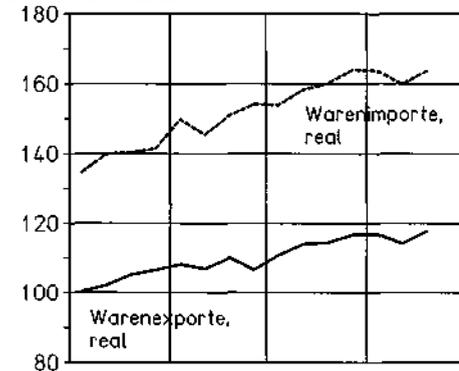
Der Anstieg des Volumens der Warenexporte hat sich im Sommerhalbjahr insgesamt abgeflacht. Während sich in den Vereinigten Staaten die konjunkturelle Erholung nur allmählich durchsetzte und sich eine Reihe anderer Handelspartnerländer in der Rezession befand, expandierte die Wirtschaft in den meisten südostasiatischen Ländern, die ihre Einfuhren aus Japan zuvor besonders zügig ausgeweitet hatten, etwas verlangsamt. Hinzu kam, daß sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit japanischer Anbieter verschlechtert hat, nachdem der Yen vom Sommer 1990 bis zum Sommer 1991 gegenüber dem US-Dollar

## Indikatoren<sup>1</sup> zur Konjunktorentwicklung in Japan

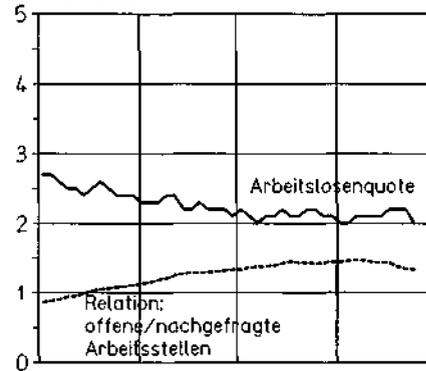
1000 Mrd. Yen Bruttosozialprodukt und Inlandsnachfrage<sup>2</sup> 1985=100 Produktion<sup>3</sup>



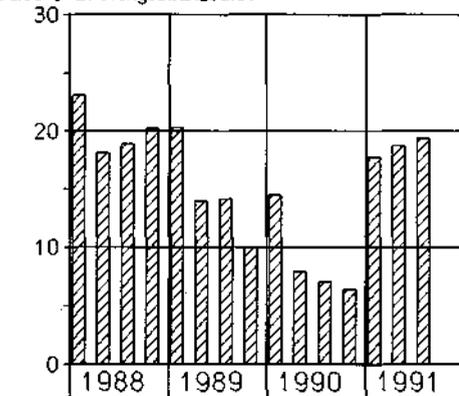
1985=100 Außenhandel<sup>4</sup>



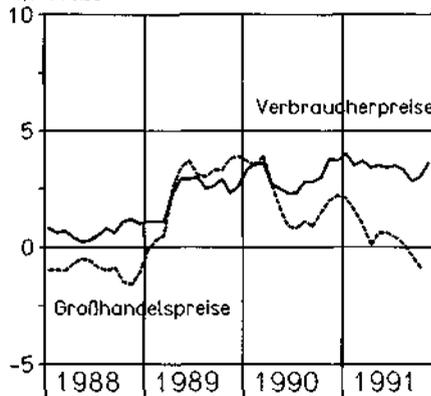
vH Arbeitsmarkt



Mrd. US-\$ Leistungsbilanzsaldo



vH Preise<sup>5</sup>



<sup>1</sup>Saisonbereinigt. - <sup>2</sup>In Preisen von 1985. - <sup>3</sup>Gleitende Dreimonatsdurchschnitte. - <sup>4</sup>Gemäß Außenhandelsstatistik. - <sup>5</sup>Veränderungen gegenüber dem Vorjahr.



um fast 15 vH aufgewertet hatte. Die Einfuhren stiegen nach dem Winter 1990/91 im Zuge der schwachen Expansion der Gesamtnachfrage kaum noch. Da sich die Terms of trade Japans zu Jahresbeginn vor allem aufgrund des niedrigeren Ölpreises stark verbesserten, kam es 1991 zu einer massiven Erhöhung des Außenhandelsüberschusses Japans. Der Überschuß in der Leistungsbilanz auf Dollarbasis war im Sommerhalbjahr mehr als doppelt so hoch wie im gleichen Zeitraum des Vorjahres.

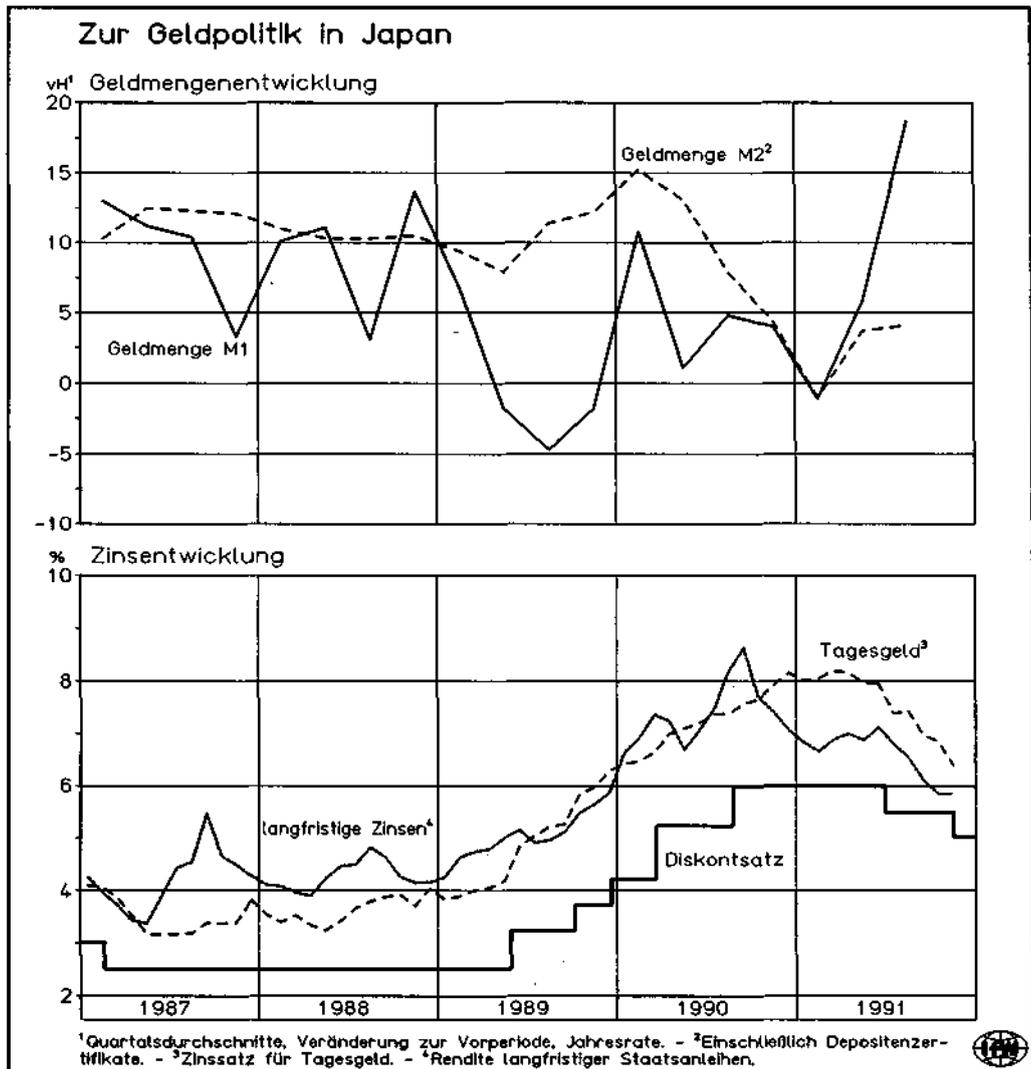
Der Preisanstieg hat sich im Sommer zunächst nochmals abgeschwächt. Nachdem eine Reihe schwerer Wirbelstürme im September das Angebot von vielen Nahrungsmitteln stark verknappt und verteuert hatte, lag der Konsumentenpreisindex im Herbst aber wieder um mehr als 3 vH über dem Vorjahreswert. Die Kernrate der Inflation – gemessen ohne die stark schwankenden Nahrungsmittel- und Energiepreise – verharrte im Verlauf von 1991 bei etwa 3 vH; hier behinderten vor allem weiterhin steigende Preise für arbeitsintensive Dienstleistungen eine merkliche Beruhigung. Hingegen gingen die Großhandelspreise im Sommerhalbjahr zurück, sie lagen im Herbst unter dem Vorjahresniveau. Dazu trugen vor allem erheblich niedrigere Importpreise bei, aber auch der Anstieg des Preisindex für inländische Güter hat sich deutlich verringert.

Vor diesem Hintergrund und bei kräftiger konjunktureller Abkühlung hat die Geldpolitik ihren Kurs monetärer Restriktion verlassen und am 1. Juli den Diskontsatz um einen halben Prozentpunkt auf 5,5 % gesenkt. In der Folge begannen die Geldmengenaggregate stärker zu expandieren, die Geldmenge M1 sogar ausgesprochen kräftig (Schaubild 4). Die Zuwachsrate der Geldmenge M2 (einschließlich Depositenzertifikate), die von der Zentralbank als Orientierungsgröße benutzt wird, war zwar im Oktober mit 2,1 vH im Vorjahresvergleich die niedrigste seit die Zentralbank 1968 begann, Geldmengenstatistiken zu veröffentlichen; in der laufenden Entwicklung ist aber eine Beschleunigung zu erkennen. Mitte November reduzierte die Notenbank ihren Diskontsatz abermals auf nunmehr 5 %. Den Kurs der monetären Entspannung wird die Notenbank 1992 angesichts der konjunkturellen Abschwächung zunächst fortsetzen. Allerdings dürfte sie bemüht sein, eine übermäßige Lockerung zu vermeiden.

Die Finanzpolitik in Japan ist seit dem Beginn der achtziger Jahre auf einem strikten Konsolidierungskurs. Nachdem der gesamtstaatliche Haushalt (einschließlich der Sozialversicherung) zunächst ein Defizit in Höhe von 4 vH des Bruttosozialprodukts aufgewiesen hatte, wurde im Fiskaljahr 1990 (1. April 1990 bis 31. März 1991) ein Überschuß von knapp 3 vH erzielt. Der Zentralstaat wies auch im zurückliegenden Jahr noch ein Haushaltsdefizit aus (rund 1,5 vH des Bruttosozialprodukts). Es wird sich im Haushaltsjahr 1991 entgegen der ursprünglichen Planung ausweiten. Dies liegt daran, daß die Steuereinnahmen wegen deutlich gesunkener Unternehmensgewinne und geringer als erwartet gesteigerter Umsätze merklich niedriger ausfallen werden als veranschlagt. Die Steuermindereinnahmen werden vom Finanzministerium derzeit auf immerhin 0,6 vH des Bruttosozialprodukts beziffert.

Bei im Winterhalbjahr anhaltend schwacher Konjunktur dürfte es 1992 zu einer vorübergehenden Suspendierung der Konsolidierungsbemühungen kommen, zumal die neu gewählte Regierung eine konjunkturell aktive Fiskalpolitik vertritt. Dabei werden die staatlichen Verbrauchsausgaben wohl eher etwas sinken, die öffentlichen Investitionen hingegen kräftig ausgedehnt werden. Um dies angesichts weiter gedrückter Steuereinnahmen zu finanzieren, zeichnet sich neben einer stärkeren Verschuldung ab, daß der Zuschlag zur Körperschaftsteuer, der zur Finanzierung der Kosten des Golfkriegs erhoben und auf ein Jahr befristet worden war, beibehalten wird. Auch dürfte der erhöhte Verbrauchsteuersatz auf Automobile fortgelten, der nach der ursprünglichen Planung zum Beginn des Fiskal-

Schaubild 4



jahres 1992 auf den Regelsatz von 3 vH reduziert werden sollte. Im Jahr 1992 wird die Finanzpolitik insgesamt wohl leicht expansiv wirken.

Bei dieser Wirtschaftspolitik ist eine länger anhaltende rezessive Entwicklung wenig wahrscheinlich. Ein Risikofaktor ist allerdings die angespannte Situation an den japanischen Finanzmärkten. Die Banken sind angesichts geschwundener stiller Reserven auf Wertpapiere, die sie teilweise zu ihrem Eigenkapital hinzurechnen dürfen, und der Auflage, zum Frühjahr 1993 den von der Bank für internationalen Zahlungsausgleich geforderten Eigenkapitalanteil von mindestens 8 vH der risikogewichteten Aktiva auszuweisen, mit Ausleihungen zurückhaltend. Vor allem wegen des ausgeprägten Rückgangs der Aktienkurse während der vergangenen zwei Jahre können die meisten japanischen Banken diese Marge nur knapp einhalten. Hinzu kommt, daß die fallenden Immobilienpreise und dadurch bedingte Konkurse bei einer Reihe von Banken und anderen Finanzinstitutionen erhebli-

chen Abschreibungsbedarf verursacht haben. Nicht wenige kleinere Finanzinstitute konnten nur durch umfangreiche Interventionen seitens verbundener Großbanken vor dem Zusammenbruch bewahrt werden. Der Aktienkursverfall hat auch zur Folge, daß derzeit kaum Wertpapieremissionen akzeptiert werden. So sind die Firmen zur Finanzierung von Investitionen und bei Fälligkeit von in der Vergangenheit begebenen Wandelanleihen auf Eigenfinanzierung oder relativ teure Bankkredite angewiesen.

Die konjunkturelle Schwäche in Japan wird im Jahr 1992 zunächst fort dauern. Insbesondere die gewerblichen Anlageinvestitionen dürften angesichts verteuerter Finanzierung, stark gesunkener Erträge und gedämpfter Absatzaussichten zur Schwäche neigen. Wegen der mittelfristig anhaltenden Arbeitskräfteknappheit und aufwertungsbedingt verringerter preislicher Wettbewerbsfähigkeit werden allerdings weiterhin in hohem Maße Rationalisierungsinvestitionen durchgeführt, so daß ein starker Rückgang bei den Ausrüstungsinvestitionen nicht zu erwarten ist. Im weiteren Verlauf des kommenden Jahres wird die geldpolitische Lockerung wohl greifen und die Investitionstätigkeit beleben, wenn auch die Zuwachsraten im Vergleich zum vergangenen Aufschwung moderat bleiben werden. Insgesamt werden die Ausrüstungsinvestitionen 1992 etwa das Niveau des Vorjahres erreichen, nachdem der Zuwachs 1991 wegen des kräftigen Anstiegs zu Jahresbeginn und eines hohen Überhangs noch etwa 6 vH betragen dürfte (Tabelle 3). Der Rückgang im Wohnungsbau wird allmählich zum Stillstand kommen, Impulse werden von der Bautätigkeit jedoch nicht ausgehen. Hingegen dürften die öffentlichen Investitionen recht kräftig ausgedehnt werden. Vor dem Hintergrund weiterhin – wenn auch verlangsamt – steigender Einkommen und Beschäftigung und einer tendenziell rückläufigen Sparquote wird der

Tabelle 3 – Eckdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung in Japan 1988–1992<sup>1</sup> – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (vH)

	1990 Mrd. Yen	1988	1989	1990	1991 <sup>2</sup>	1992 <sup>2</sup>
Bruttosozialprodukt . . . .	429029	6,2	4,7	5,6	4,0	2,5
Privater Verbrauch . . . .	243393	5,2	4,4	4,0	3,0	3,0
Staatsverbrauch . . . . .	38264	2,2	2,1	1,4	3,0	0
Anlageinvestitionen . . .	138687	11,9	8,9	10,8	3,0	1,0
darunter:						
Ausrüstungs-						
investitionen <sup>3</sup> . . . . .	84488	14,8	15,6	13,7	6,0	0
Wohnungsbau . . . . .	26123	11,9	0,1	8,9	-10,0	-0,5
Vorratsveränderungen <sup>4</sup>	2573	0,9	1,0	0,8	1,0	0,5
Inländische Verwendung	423045	7,6	5,7	5,8	3,0	2,0
Exporte . . . . .	64361	10,7	15,0	10,7	4,0	4,5
Importe . . . . .	58377	21,3	22,1	11,7	-2,5	2,0
Nettoexporte <sup>4</sup> . . . . .	5984	-1,2	-0,9	-0,2	1,0	0,5
Preisindex für die						
Lebenshaltung . . . . .	.	0,7	2,3	3,1	3,5	2,5
Arbeitslosenquote <sup>5</sup> . . . .	.	2,5	2,3	2,1	2,0	2,5

<sup>1</sup> Veränderungsraten berechnet aus Werten in Preisen von 1985. – <sup>2</sup> Prognose, auf halbe Prozentpunkte gerundet. – <sup>3</sup> Einschließlich gewerbliche Bauten. – <sup>4</sup> Veränderungen in vH des Bruttosozialprodukts der Vorperiode. – <sup>5</sup> In vH der Erwerbspersonen.

Quelle: Economic Planning Agency, Japanese Government, Japanese Economic Indicators. Tokio, lfd. Jgg. – Eigene Berechnungen und Schätzungen.

private Verbrauch in diesem und im nächsten Jahr mit etwa 3 vH relativ stetig zunehmen. Auch vom Export werden Anregungen ausgehen, insbesondere wenn im Verlauf von 1992 die Konjunktur in den Vereinigten Staaten Tritt gefaßt hat. Die Importe dürften erst im Sommer 1992 im Zuge der Beschleunigung der Gesamtnachfrage wieder stärker expandieren.

Das reale Bruttosozialprodukt dürfte 1991 – bei Stagnation im zweiten Halbjahr – reichlich 4 vH über dem Niveau des Vorjahres gelegen haben; 1992 wird die Zuwachsrate wohl nur etwa 2,5 vH betragen, bei einer merklichen konjunkturellen Besserung im Verlauf. Der Anstieg der Verbraucherpreise wird sich während des Winters 1991/92 abschwächen; 1992 dürfte die Inflationsrate mit rund 2,5 vH knapp einen Prozentpunkt niedriger sein als im laufenden Jahr.

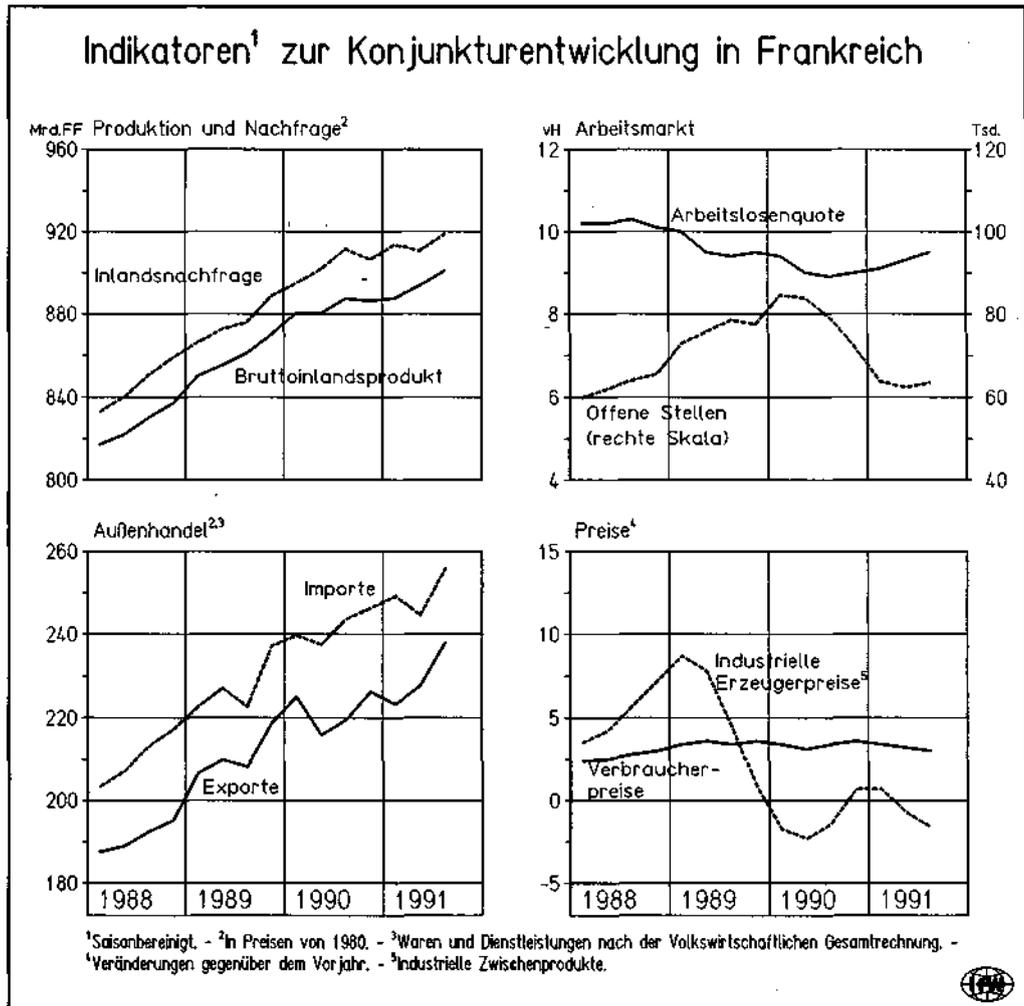
### **Frankreich: Zügiger Produktionsanstieg**

Die französische Wirtschaft hat das Konjunkturtief, in das sie zur Jahreswende 1990/91 geraten war, überwunden. Die Industrieproduktion, die im vierten Quartal 1990 stark gesunken war, hat im Verlauf von 1991 leicht zugenommen. Das Bruttoinlandsprodukt ist nach der Stagnation im Winterhalbjahr sogar beträchtlich gestiegen (Schaubild 5); im Sommerhalbjahr 1991 expandierte es mit einer laufenden Rate von etwa 3 vH. Der stärkste Schub kam trotz schwacher Konjunktur im Ausland von den Exporten. Dies ist bemerkenswert, da die Ausfuhr nach Deutschland, die im zweiten Halbjahr 1990 eine wichtige Stütze der französischen Konjunktur war, im Verlauf dieses Jahres erheblich langsamer zunahm. Eine nachhaltige Belebung der Ausfuhr ist aber nicht wahrscheinlich. Zwar hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit französischer Anbieter 1991 weiter verbessert, da die Lohnstückkosten in Frankreich deutlich schwächer stiegen als in den Handelspartnerländern. Der Auftragseingang aus dem Ausland in der Industrie ist jedoch immer noch schwach. Der private Konsum hat nach mäßiger Entwicklung vom Ausbruch der Golfkrise bis Mitte 1991 im dritten Quartal wieder etwas an Fahrt gewonnen. Die Investitionstätigkeit blieb dagegen schwach.

Die konjunkturelle Belebung hat sich auf dem Arbeitsmarkt nicht niedergeschlagen. Vielmehr hat sich die Arbeitslosenquote im Verlauf von 1991 um einen Prozentpunkt auf annähernd 10 vH erhöht. Dabei haben überdurchschnittliche Steigerungen der Löhne in den unteren Lohngruppen die Arbeitslosigkeit der weniger Qualifizierten verschärft. Der Preisanstieg blieb mit laufenden Jahresraten von rund 3 vH in den ersten drei Quartalen des Jahres 1991 recht moderat. Ausschlaggebend hierfür waren die am Wachstum des Produktionspotentials orientierte Ausweitung der Geldmenge, die die französische Notenbank seit etwa Anfang 1988 verfolgt hat, und die mäßige Binnenkonjunktur.

Die Notenbank setzte ihren stabilitätsorientierten Kurs 1991 fort. Die Geldmenge M3 war in den letzten drei Quartalen jeweils knapp 6 vH höher als im Vorjahr; damit entspricht die Zunahme dem Geldmengenziel, das für 1991 eine Ausweitung um 5 bis 7 vH vorsieht. Die Geldmenge M1 stagniert seit nunmehr eineinhalb Jahren. Hier macht sich bemerkbar, daß angesichts der hohen Geldmarktzinsen einer Verlagerung von den zinslosen Sichteinlagen zu zinstragenden Termineinlagen stattgefunden hat, die nicht in M1 enthalten sind. Nachdem die Notenbank ihre Leitzinsen von März bis Oktober um einen halben Prozentpunkt gesenkt hatte, mußte sie die Zinsen im November leicht anheben, weil der Franc im Europäischen Währungssystem unter Druck geraten war. Gleichzeitig mit dieser Maßnahme wurden allerdings die Mindestreserven gesenkt, mit der Auflage, daß die Kreditinstitute vermehrt zinsgünstige Kredite an Kleinunternehmen vergeben. Offenbar

Schaubild 5



will die Zentralbank die negativen Wirkungen der hohen Zinsen auf die Investitionskonjunktur eindämmen, zumal die Kreditgewährung an die Wirtschaft im ersten Halbjahr 1991 stark rückläufig war. Für 1992 kann mit Zinssenkungen wohl erst im späteren Jahresverlauf gerechnet werden, da zu erwarten ist, daß die Zinsen in Deutschland vorerst hoch bleiben. Die Geldmengenexpansion wird daher 1992 moderat bleiben.

Das Haushaltsdefizit wird 1991 mit rund 100 Mrd. Franc (1,8 vH des Bruttosozialprodukts) um 20 Mrd. höher sein als ursprünglich veranschlagt. Diese Entwicklung ist vor allem Ausdruck der schwachen Konjunktur zu Beginn des Jahres. Außerdem hat die Regierung Maßnahmen zur Anregung der Investitionen und der Beschäftigung in kleinen und mittleren Unternehmen getroffen und eine Reihe von sozialpolitischen Maßnahmen ergriffen. 1992 wird die Finanzpolitik bemüht sein, den seit geraumer Zeit verfolgten Konsolidierungskurs wieder aufzunehmen. Gleichwohl sind weitere Schritte zur Bekämpfung der Arbeitslosigkeit und zur Förderung der Investitionen wahrscheinlich. Insgesamt werden

Tabelle 4 – Frankreich: Eckdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung 1988–1992<sup>1</sup> – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (vH)

	1990 Mrd. FF	1988	1989	1990	1991 <sup>2</sup>	1992 <sup>2</sup>
Bruttoinlandsprodukt . . .	6482,3	4,2	3,9	2,8	1,5	2,5
Privater Verbrauch . . . .	3890,3	3,4	3,2	3,1	1,5	2,5
Staatsverbrauch . . . . .	1186,6	2,9	0,2	3,1	3,0	1,5
Anlageinvestitionen . . .	1374,2	8,6	7,5	3,8	-0,5	4,0
Vorratsveränderungen <sup>3</sup>	33,7	-0,2	0	-0,1	0	0
Inländische Verwendung	6484,8	4,5	3,5	3,2	1,5	2,5
Exporte . . . . .	1467,2	8,1	10,3	5,2	5,0	5,0
Importe . . . . .	1469,7	8,7	8,2	6,4	4,0	5,0
Nettoexporte <sup>3</sup> . . . . .	-13,9	-0,3	0,3	-0,1	0,1	0
Preisindex für die Lebenshaltung . . . . .	.	2,7	3,5	3,4	3,0	2,5
Arbeitslosenquote <sup>4</sup> . . . .	.	10,2	9,6	9,1	9,5	9,5

<sup>1</sup> Veränderungsrate berechnet aus Werten in Preisen von 1980. – <sup>2</sup> Prognose, auf halbe Prozentpunkte gerundet. – <sup>3</sup> Veränderungen in vH des Bruttoinlandsprodukts der Vorperiode. – <sup>4</sup> In vH der Erwerbspersonen.

Quelle: Institut National de la Statistique et des Etudes Economiques, Comptes Nationaux. Information Rapides. Paris, lfd. Jgg. – Eigene Berechnungen und Schätzungen.

die realen staatlichen Investitions- und Konsumausgaben jedoch in etwa stagnieren, und die Finanzpolitik wird im Jahr 1992 weitgehend konjunkturneutral sein.

Aufgrund der umfangreichen Maßnahmen zur Verbesserung der Angebotsbedingungen hat sich die zugrundeliegende Wachstumsdynamik der französischen Wirtschaft erheblich verstärkt. Die Notenbank hat dazu beigetragen, indem sie an einem potentialorientierten Kurs festhielt und so die Inflationserwartungen erheblich dämpfte. Ein wichtiges Ergebnis dieser Politik ist die beträchtliche Verminderung des Lohnanstiegs. Auch 1992 dürfte die moderate Zunahme der Lohnstückkosten die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der französischen Industrie tendenziell verbessern. Dies und die von uns erwartete Belebung der Auslandskonjunktur lassen erwarten, daß die Exporte im Verlauf von 1992 merklich ausgeweitet werden. Umfragen zeigen, daß die Absatzerwartungen der französischen Unternehmen im Herbst 1991 etwas günstiger geworden sind. Damit wird auch die Investitionsbereitschaft wieder zunehmen. Hierzu trägt auch bei, daß die Besteuerung der Unternehmensgewinne gesenkt worden ist. Der private Verbrauch wird bei leicht steigenden Realeinkommen und der Stabilisierung der Arbeitsmarktlage im Verlauf des Jahres etwas kräftiger steigen als 1991.

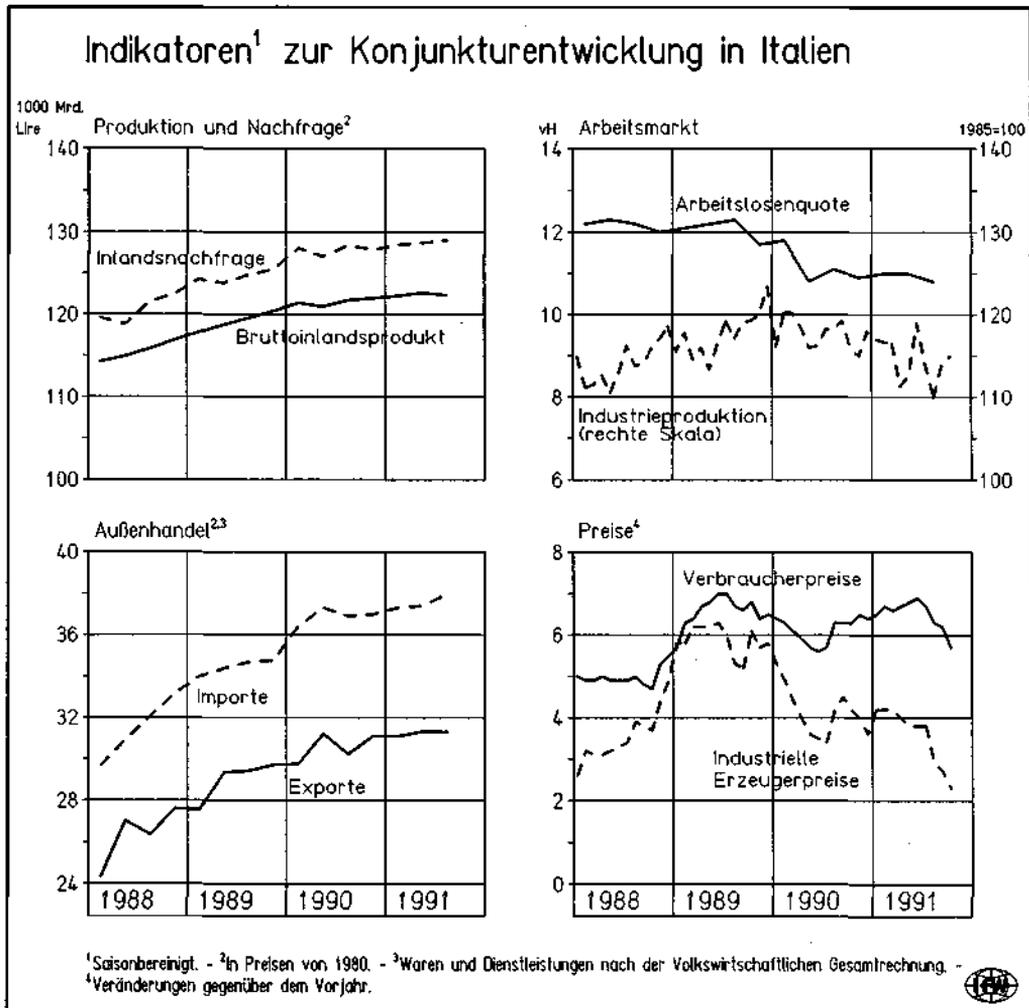
Der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts wird 1992 etwa 2,5 vH betragen nach 1,5 vH im Vorjahr (Tabelle 4). Für die Arbeitslosenquote, die Ende 1991 knapp 10 vH erreicht hat, ist 1992 nur ein leichter Rückgang zu erwarten. Im Jahresdurchschnitt wird sie wohl merklich über dem Vorjahreswert liegen. Die Inflationsrate wird aufgrund der stabilitätsorientierten Geldpolitik niedrig bleiben. Die Verbraucherpreise dürften 1992 rund 2,5 vH höher sein als im Vorjahr; der Preisanstieg in Frankreich wird also weiterhin deutlich niedriger sein als in Westdeutschland.

## Italien: Keine durchgreifende Konjunkturbesserung

Die konjunkturelle Expansion in Italien blieb 1991 schwach. Das reale Bruttoinlandsprodukt, dessen Anstieg sich bereits im Verlauf des Jahres 1990 stark verlangsamt hatte, nahm kaum noch zu (Schaubild 6); im dritten Quartal 1991 übertraf es den Vorjahresstand nur um etwa 0,5 vH. Dämpfend wirkte vor allem, daß die Anlageinvestitionen angesichts schwacher Auslandsnachfrage und deutlich verschlechterter Gewinnerwartungen stagnierten. Auch von den Lagerinvestitionen und vom Außenhandel gingen bremsende Effekte aus. Dagegen wurde der private Verbrauch aufgrund zügig steigender Realeinkommen weiterhin recht kräftig ausgeweitet.

Die Abschwächung der wirtschaftlichen Aktivität konzentrierte sich auf die Industrie. Die Produktion in diesem Bereich war im vierten Quartal 1991 rund 2 vH niedriger als vor einem Jahr. Insbesondere die großen Unternehmen haben angesichts erheblicher Absatzprobleme die Beschäftigung verstärkt reduziert. Im Dienstleistungssektor wurden dagegen vermehrt Einstellungen vorgenommen. Besonders im Fremdenverkehrsgewerbe stieg die

Schaubild 6



Zahl der Beschäftigten, da die Saison wegen der Krise in Jugoslawien besser ausfiel als erwartet. Die Arbeitslosenquote verharrte 1991 bei rund 11 vH. Der Preisanstieg hat sich im Verlauf des Jahres auf 5 vH verringert; hier setzte sich die Tendenz zu abnehmenden Inflationsraten wieder durch, die durch die seit geraumer Zeit enge Geldpolitik angelegt ist, im Winterhalbjahr 1990/91 durch den Ölpreisanstieg aber unterbrochen worden war.

Ausschlaggebend für die Konjunkturschwäche waren sowohl die verminderte Expansion der realen Geldmenge seit 1988 als auch der verlangsamte Anstieg der Auslandsnachfrage. Verstärkt worden ist der Produktionsrückgang in der Industrie dadurch, daß die italienischen Anbieter in den letzten Jahren erheblich an preislicher Wettbewerbsfähigkeit verloren haben. Seit der Abwertung der Lira im Europäischen Währungssystem (EWS) im Januar 1990 sind die Lohnstückkosten in der italienischen Industrie mit rund 7 vH jährlich fast doppelt so stark gestiegen wie in Frankreich und in Deutschland. Die italienischen Anbieter mußten daher Absatzeinbußen hinnehmen. So war der Anteil der italienischen Automobilproduzenten auf dem Inlandsmarkt in den ersten acht Monaten des Jahres 1991 etwa 7,5 Prozentpunkte niedriger als ein Jahr zuvor; im übrigen Westeuropa ging der Marktanteil um knapp zwei Prozentpunkte zurück. Eine deutliche Verlangsamung des Lohnanstiegs ist bisher nicht eingetreten. Auch deutet die verhaltene Investitionstätigkeit nicht auf größere Rationalisierungsanstrengungen hin, die den Produktivitätsanstieg beschleunigen könnten. Da die Regierung keine Abwertung der Lira im EWS zulassen will, um die Glaubwürdigkeit der auf Inflationsbekämpfung ausgerichteten Geldpolitik nicht zu gefährden, wird sich die Wettbewerbsfähigkeit 1992 wohl nochmals merklich verschlechtern.

Wegen der Wechselkursbindung im EWS muß die italienische Notenbank dem relativ engen Kurs der Bundesbank folgen. Aber auch das Ziel, den Preisanstieg weiter zu verringern – er ist in Italien deutlich höher als in den meisten übrigen Mitgliedsländern des EWS – erfordert es, die Geldmengenausweitung in engen Grenzen zu halten. Angesichts der Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung und wegen der zeitweisen Schwäche der D-Mark konnte die Notenbank die kurzfristigen Zinsen seit Anfang 1991 gleichwohl um fast zwei Prozentpunkte senken. Auch am Kapitalmarkt ging die Rendite um etwa einen Prozentpunkt zurück. Ende 1991 geriet die Lira im EWS allerdings unter Druck und die Notenbank sah sich gezwungen, den Lombardsatz um einen halben Prozentpunkt anzuheben. Insgesamt dürfte es 1992 erst in der zweiten Jahreshälfte Spielraum für Zinssenkungen geben, wenn die Bundesbank angesichts der dann abgeschwächten Konjunktur in Deutschland die Leitzinsen vorsichtig herabsetzt.

Die Finanzpolitik hat zwar mehrfach Absichtserklärungen abgegeben, jedoch keine nachhaltig wirkenden Schritte zur Verringerung des Haushaltsdefizits unternommen. Nach dem Haushaltsplan sollte das Defizit 1991 ursprünglich auf 132 Bill. Lira (9,5 vH des Bruttosozialprodukts) begrenzt werden. Da die Steuereinnahmen hinter den Erwartungen zurückblieben und die Staatsausgaben stärker als geplant expandierten – beides jedoch nur zum Teil aufgrund der Konjunkturschwäche – ist die Defizitgrenze auf 141 Bill. Lira erhöht worden. Tatsächlich dürfte der Fehlbetrag jedoch rund 150 Bill. Lira (10,5 vH des Bruttosozialprodukts) betragen. Um die Haushaltskonsolidierung 1992 voranzubringen, hat die Regierung Einsparungen und Einnahmeverbesserungen in einem Gesamtumfang von 57 Bill. Lira beschlossen. Es wird damit angestrebt, das Defizit 1992 auf 128 Bill. Lira zu senken. Entlastung auf der Ausgabenseite soll vor allem erreicht werden, indem die Löhne und Einkommen im öffentlichen Bereich 1992 nur im Ausmaß der von der Regierung erwarteten Inflationsrate (4,5 vH) angehoben werden. Außerdem wird mit beachtlichen Minderausgaben aufgrund von Zinssenkungen gerechnet. Es ist in beiden Fällen

zweifelhaft, ob die Ziele erreicht werden können. Im übrigen käme es im öffentlichen Dienst nicht auf eine einmalige, sondern auf eine nachhaltige Verringerung der Lohnsteigerungen an, die seit geraumer Zeit deutlich höher sind als im privaten Bereich. Auf der Einnahmenseite sind Verbesserungen durch die Privatisierung von Staatsunternehmen geplant. Bislang gibt es aber keine Liste der zu privatisierenden Unternehmen. Bei den vom Kabinett beschlossenen steuerlichen Maßnahmen entstehen vermehrte Einnahmen zum Teil nur durch das Vorziehen von Steuerterminen oder durch erwartete freiwillige Steuernachzahlungen im Rahmen von Steueramnestien. Im übrigen basieren die Steuerschätzungen auf sehr günstigen Konjunkturannahmen. Insgesamt brächte das Maßnahmenpaket, wenn es realisiert würde, nur eine vorübergehende Erleichterung der Haushalts-situation. Überdies ist zu bedenken, daß bis Mitte 1992 Parlamentswahlen vorgenommen werden müssen. Es ist kaum zu erwarten, daß der unpopuläre Sparkurs im Vorfeld der Wahl durchgesetzt wird. Vor diesem Hintergrund ist auch verständlich, warum die eigentlichen Probleme, wie z. B. die Defizite der Rentenversicherung, die stark steigenden Ausgaben im Gesundheitswesen und das hohe Maß an Steuerhinterziehung in dem Haushaltsgesetz gar nicht angegangen worden sind.

Insgesamt wird die Finanzpolitik 1992 nicht zur Belebung der wirtschaftlichen Aktivität beitragen. Was die Geldpolitik anlangt, so dürfte tendenziell stützend wirken, daß die Zinsen etwas gesunken sind und die Expansion der realen Geldmenge 1991 nicht mehr zurückgegangen ist. Leichte Impulse gehen im Verlauf des Jahres 1992 auch von der Überwindung der Rezession in den meisten Industrieländern aus. Allerdings wird der erhebliche Verlust an Wettbewerbsfähigkeit wohl verhindern, daß die italienischen Anbieter davon in starkem Maße profitieren. Das Bruttosozialprodukt wird 1992 vermutlich knapp 2 vH höher sein als im Vorjahr, 1991 betrug der Anstieg rund 1 vH (Tabelle 5). Damit wird die Zunahme des Bruttosozialprodukts bereits zum drittenmal hintereinander unter dem Wachstum des Produktionspotentials liegen. Der private Verbrauch dürfte

Tabelle 5 – Italien: Eckdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung 1988–1992<sup>1</sup> – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (vH)

	1989 Bill. Lire	1988	1989	1990	1991 <sup>2</sup>	1992 <sup>2</sup>
Bruttoinlandsprodukt . . .	1188,0	4,2	3,2	2,0	1,0	2,0
Privater Verbrauch . . . .	736,9	4,1	3,8	2,8	2,0	2,5
Staatsverbrauch . . . . .	202,5	2,8	0,5	1,4	1,0	0,5
Anlageinvestitionen . . .	240,2	6,7	5,1	1,8	0,5	1,0
Vorratsveränderungen <sup>3</sup>	16,2	0,4	-0,2	0,3	0	0
Inländische Verwendung	1195,8	4,7	3,3	2,6	1,5	2,0
Exporte . . . . .	227,6	4,8	10,1	5,4	2,5	3,5
Importe . . . . .	235,4	6,9	9,6	7,1	3,5	4,0
Nettoexporte <sup>3</sup> . . . . .	-7,8	-0,7	-0,3	-0,6	-0,5	0
Verbraucherpreise . . . . .	.	5,0	6,6	6,1	6,5	5,5
Arbeitslosenquote <sup>4</sup> . . . .	.	12,0	12,0	11,0	11,0	11,5

<sup>1</sup> Veränderungsrate berechnet aus Werten in Preisen von 1980. – <sup>2</sup> Prognose, auf halbe Prozentpunkte gerundet. – <sup>3</sup> Veränderungen in vH des Bruttoinlandsprodukts der Vorperiode. – <sup>4</sup> In vH der Erwerbspersonen.

Quelle: Istituto Nazionale per lo Studio della Congiuntura, Congiuntura Italiana. Rom, lfd. Jgg. – Istituto Centrale di Statistica, Indicatori Mensili. Rom, lfd. Jgg. – Eigene Berechnungen und Schätzungen.

wiederum spürbar expandieren. Die Investitionstätigkeit wird dagegen wohl gedrückt bleiben. Vor allem die Bauinvestitionen dürften weiter sinken. Zum einen wird die private Bautätigkeit durch die hohen Realzinsen und höhere Steuern auf Immobilienbesitz verringert, zum anderen stehen weniger Mittel für staatliche Investitionen bereit. Für die Arbeitslosenquote ist auch wegen des noch kräftigen Lohnkostenanstiegs eine Zunahme auf 11,5 vH zu erwarten. Die Inflationsrate wird 1992 mit 5,5 vH um etwa einen Prozentpunkt niedriger sein als im Vorjahr.

### **Vereinigtes Königreich: Allmähliche Belebung in Sicht**

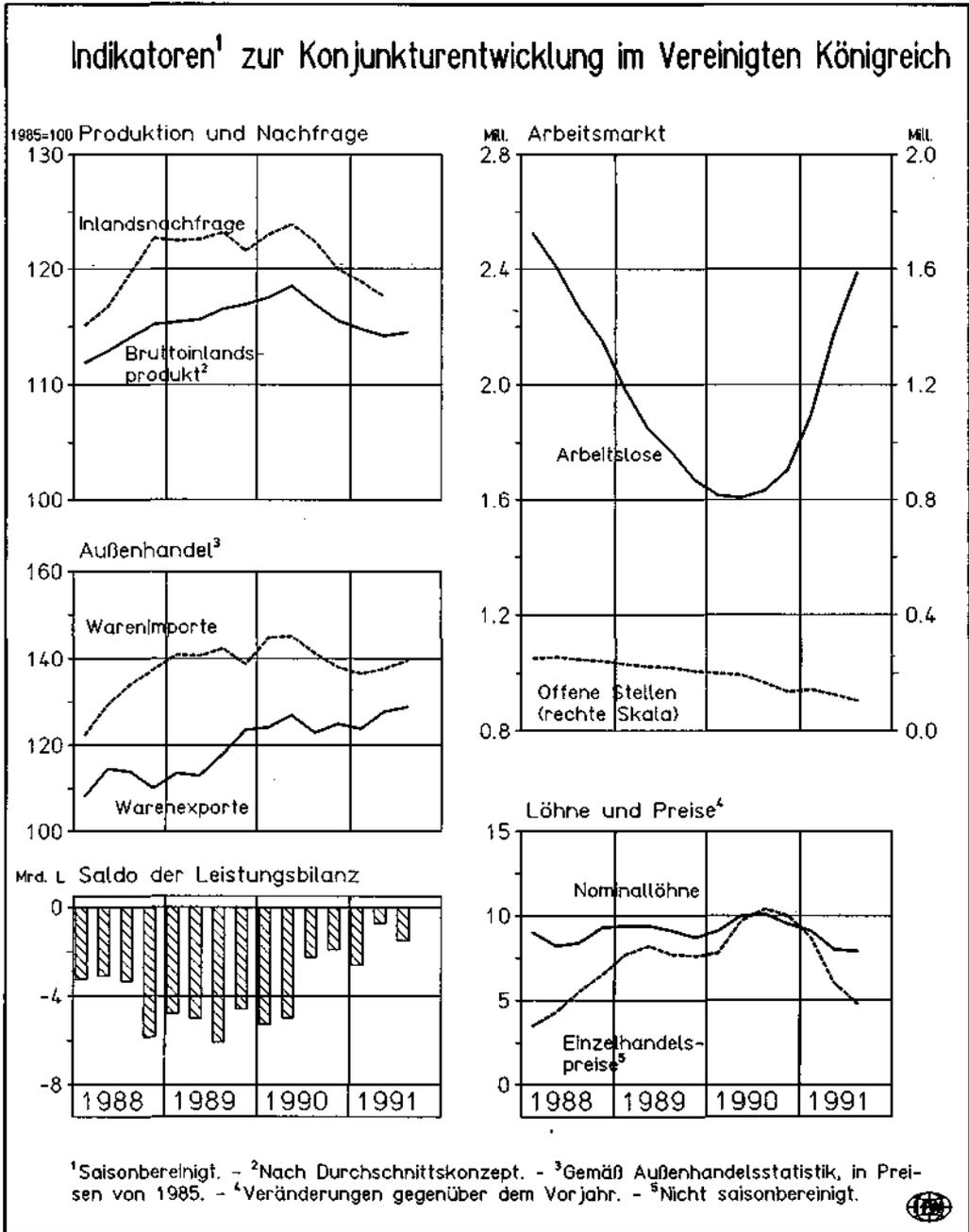
Im Vereinigten Königreich hat sich die Rezession im ersten Halbjahr 1991 fortgesetzt. Im dritten Quartal ist die gesamtwirtschaftliche Produktion leicht gestiegen (Schaubild 7). Ausschlaggebend hierfür sind die spürbaren Zinssenkungen sowie die deutlich gestiegene reale Geldmenge, die sich allmählich stützend auf die Binnennachfrage auswirken.

Die Verbrauchsausgaben, deren Abnahme sich im Jahresverlauf etwas abgeschwächt hat, dürften 1991 um etwa 1 vH unter dem Vorjahresniveau gelegen haben. Der überaus kräftige Rückgang der Beschäftigung sowie die nunmehr gedämpften Lohnzuwächse verringerten die Realeinkommen trotz des deutlich nachlassenden Preisanstiegs spürbar. Zudem hoben die privaten Haushalte angesichts der ungünstigen Beschäftigungsentwicklung und der hohen Zinsen ihre Sparquote merklich auf nahezu 11 vH an, nachdem sie im Durchschnitt der letzten fünf Jahre bei knapp 7 vH gelegen hatte. Der Einzelhandelsumsatz stagnierte, und der Automobilabsatz ging 1991 weiter drastisch zurück. Besonders kräftig fiel die Abnahme der Investitionen aus. Die noch immer recht hohen Zinsen dämpften die Bautätigkeit und veranlaßten darüber hinaus viele Unternehmen, betriebliche Investitionen in Sachkapital zurückzustellen und Finanzanlagen zu erwerben, zumal aufgrund der Nachfrageschwäche auf den in- und ausländischen Märkten die Absatz- und Ertragsaussichten ungünstig beurteilt wurden. Insgesamt dürften die Anlageinvestitionen im laufenden Jahr um reichlich 10 vH gegenüber dem Vorjahr zurückgegangen sein. Der Staatsverbrauch, der als Folge des Golfkriegs im ersten Quartal 1991 merklich anstieg, stagnierte im weiteren Jahresverlauf.

Die Exporte, die im Vorjahr noch mit nahezu 5 vH expandierten, haben 1991 wohl nur noch um rund 1 vH zugenommen. Aufgrund der Nachfrageschwäche im Inland verstärkten die britischen Anbieter zwar ihre Absatzbemühungen auf ausländischen Märkten. Dem wirkte jedoch die flauere Auslandskonjunktur ebenso entgegen wie die als Folge hoher Produktionskosten ungünstige Wettbewerbsposition der Exporteure. Die Einfuhren sanken als Folge der Rezession deutlich, obschon sich die Abnahme im zweiten Halbjahr wohl verlangsamt haben dürfte. Insgesamt gingen damit vom Außenbeitrag 1991 leicht stützende Wirkungen auf das Bruttoinlandsprodukt aus. Das Leistungsbilanzdefizit, das 1990 noch bei 14 Mrd. £ lag, wird sich im Jahr 1991 wohl auf reichlich 7 Mrd. £ halbiert haben.

Der Preisanstieg – gemessen am Einzelhandelspreisindex – ging im Verlauf des Jahres 1991 drastisch zurück. Er lag im Vorjahresvergleich nach 9 vH zu Beginn des Jahres im Oktober bei nur noch 3,7 vH. Die ausgeprägte Nachfrageschwäche zwang viele Unternehmen zu spürbaren Preissenkungen. Allerdings schließt der Einzelhandelspreisindex im Vereinigten Königreich auch die Hypothekenzinsen ein. Die als Folge der Diskontsatzsenkungen rückläufigen Hypothekenzinsen dämpften daher den Zuwachs des Preisindex erheblich. Die Statistik weist den Preisanstieg auch deswegen als besonders gering aus, weil die Ölpreise aufgrund der Golfkrise im Herbst letzten Jahres stark angestiegen waren und nun

Schaubild 7



wieder niedriger sind. Gleichwohl hat sich die laufende Inflation deutlich beruhigt; auch die Produzentenpreise sowie die um die Entwicklung der Hypothekenzinsen bereinigte Basisinflationsrate weisen nämlich spürbar abnehmende Zuwachsraten auf.

Die Arbeitslosigkeit nahm im Jahresverlauf 1991 weiter zu. Mit rund 2,5 Mill. Arbeitslosen lag die Arbeitslosenquote zuletzt bei 8,7 vH. Aufgrund des durch die hohe Arbeitslosigkeit

gedämpften Nominallohnzuwaches stiegen die Lohnstückkosten bei stagnierender gesamtwirtschaftlicher Produktivität verlangsamt. Dabei gelang es den Unternehmen angesichts der Nachfrageschwäche immer weniger, die Kostensteigerung in den Preisen weiterzuwälzen. Der Druck auf die Gewinnspanne veranlaßte die Unternehmen verstärkt zu Freisetzungen von Arbeitskräften. Betroffen von dieser Entwicklung ist neben dem verarbeitenden Gewerbe zunehmend auch der Dienstleistungsbereich. Zwar dürfte im Winterhalbjahr 1991/92 der Höhepunkt der Entlassungswelle erreicht sein, doch wird auch im kommenden Jahr trotz der allmählichen Produktionsbelebung die Arbeitslosigkeit zunächst noch steigen. Entscheidend für die weitere Beschäftigungsentwicklung wird sein, ob die Gewerkschaften bereit sind, ihre Lohnforderungen der rückläufigen Preissteigerungsrate anzupassen, um so eine Verteuerung des Faktors Arbeit zu vermeiden.

Die Notenbank ist bemüht, durch vorsichtige Lockerungen die Konjunktur zu beleben. Der nachlassende Preisanstieg veranlaßte sie zu schrittweisen Diskontsatzsenkungen auf 10,5 %, nachdem die Geldbeschaffungskosten der Geschäftsbanken im Herbst letzten Jahres noch bei 15 % lagen. Dabei nutzte die Zentralbank den Spielraum aus, der ihr nach der Einbindung des Pfund Sterling in das EWS verblieb. Trotz der Zinssenkungen blieb die Kreditvergabe der Geschäftsbanken jedoch weiter gedrückt. Viele Haushalte und Unternehmen waren angesichts ihrer hohen Verschuldung und der unsicheren Einkommensentwicklung offensichtlich nicht bereit, neue Kredite in Anspruch zu nehmen. Der Zuwachs der Geldmenge M4 halbierte sich daher binnen Jahresfrist auf knapp 7 vH. Die monetäre Basis (sie umfaßt neben den Bargeldbeständen die Zentralbankguthaben der Geschäftsbanken) expandierte im letzten halben Jahr mit knapp 2 vH und befindet sich damit in der angestrebten Bandbreite von 0 bis 4 vH. Für das kommende Jahr ist mit nur geringen Zinssenkungen zu rechnen, um den Wechselkurs des britischen Pfundes, der zuletzt unter Druck geraten war, nicht zu gefährden. Insgesamt werden von der Geldpolitik im kommenden Jahr lediglich leicht belebende Impulse auf die Konjunktur ausgehen.

Die öffentlichen Haushalte wurden im Zuge der Rezession mit gedrückten Steuereinnahmen und deutlich steigenden Transferausgaben zur Finanzierung der steigenden Arbeitslosigkeit belastet. Bereits im Fiskaljahr 1990/91 konnte nur noch ein geringfügiger Einnahmenüberschuß erzielt werden. Im laufenden Fiskaljahr 1991/92 wird sich wohl zum ersten Mal seit 1986/87 wieder ein Haushaltsdefizit ergeben. Es dürfte reichlich 10 Mrd. £ betragen; dies entspricht knapp 2 vH des Bruttoinlandsprodukts. Für das kommende Haushaltsjahr 1992/93 wurden angesichts der im Frühjahr 1992 anstehenden Unterhauswahlen Ausgabensteigerungen um mehr als 10 vH gegenüber dem laufenden Fiskaljahr angekündigt. So soll insbesondere die Ausstattung des staatlichen Gesundheitsdienstes und des Erziehungswesens verbessert werden. Mit deutlichem finanziellen Mehraufwand wird auch die Modernisierung der Verkehrsinfrastruktur angestrebt. Darüber hinaus werden im Verteidigungsetat zusätzliche Mittel für den Ersatz der im Golfkrieg verbrauchten Geräte und Munition angesetzt. Trotz der angestrebten Privatisierungserlöse in Höhe von 8 Mrd. £ dürfte sich daher der Kreditbedarf des Staates im kommenden Fiskaljahr 1992/93 gegenüber dem laufenden Jahr auf nahezu 20 Mrd. £ verdoppeln. Angesichts der angespannten Haushaltslage wird die Regierung kaum Spielraum sehen, den unteren Proportionsatz der Einkommensteuer wie ursprünglich beabsichtigt von gegenwärtig 25 auf 20 Prozent herabzusetzen. Insgesamt werden von der Fiskalpolitik im nächsten Jahr spürbar anregende Wirkungen auf die wirtschaftliche Aktivität ausgehen.

Die für 1992 erwartete konjunkturelle Erholung im Vereinigten Königreich wird vor allem von der Entwicklung des privaten Verbrauchs bestimmt. Die zunächst noch hohe Arbeitslosigkeit und die gedämpfte Lohnentwicklung werden wohl einer schwungvollen

Expansion der Verbrauchsausgaben entgegenstehen. Allerdings dürften sich die Realeinkommen als Folge der weiter rückläufigen Inflationsrate spürbar verbessern. Zudem sind neuerliche, wenn auch geringfügige Zinssenkungen zu erwarten, die die Hypothekenzinsbelastung der privaten Haushalte vermindern werden. Nach einem Rückgang um 1 vH im Jahr 1991 dürfte die Konsumnachfrage im kommenden Jahr leicht, um etwa 1 vH, zunehmen. Mit dem Rückgang der langfristigen Zinsen haben sich die Investitionsbedingungen zwar verbessert; auch haben viele Unternehmen durch die Freisetzung von Arbeitskräften den Anstieg der Produktionskosten verringert. Jedoch bleiben die Absatzaussichten zunächst noch gedämpft, so daß die Anlageinvestitionen 1992 kaum nennenswert steigen werden. Belebende Impulse dürften dagegen von den angekündigten Infrastrukturinvestitionen des Staates ausgehen. Die Auslandsnachfrage wird sich wohl mit der konjunkturellen Belebung in wichtigen Handelspartnerländern im Verlauf von 1992 allmählich erholen. Allerdings ist mit zunehmender wirtschaftlicher Aktivität im Vereinigten Königreich eine deutliche Steigerung der Einfuhren zu erwarten, so daß trotz Ausweitung der Exporte vom Außenbeitrag leicht dämpfende Impulse auf das Bruttoinlandsprodukt ausgehen werden. Das Leistungsbilanzdefizit dürfte von etwa 7 Mrd. £ in 1991 auf reichlich 10 Mrd. £ im nächsten Jahr steigen. Das reale Bruttoinlandsprodukt wird 1991 als Folge des ausgeprägten Nachfragerückgangs in der ersten Jahreshälfte wohl um etwa 2 vH unter dem Vorjahresniveau liegen. Mit der allmählichen Erholung der Nachfrage aus dem In- und Ausland im kommenden Jahr zeichnet sich für 1992 eine Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts um etwa 1,5 vH gegenüber dem laufenden Jahr ab. Für die Arbeitslosenquote rechnen wir trotz der Produktionsbelebung im nächsten Jahr mit einem Anstieg auf 9,5 vH. Bei nur gedämpfter Konjunkturerholung ist für 1992 ein nochmals etwas geringerer Preisanstieg zu erwarten. Im Jahresdurchschnitt dürfte die Zunahme des Preisniveaus etwas mehr als 3,5 vH betragen nach reichlich 5,5 vH im Jahre 1991 (Tabelle 6).

Tabelle 6 – Vereinigtes Königreich: Eckdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung 1988–1992<sup>1</sup> – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (vH)

	1990 Mrd. £	1988	1989	1990	1991 <sup>2</sup>	1992 <sup>2</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>3</sup> . . .	549,919	4,2	2,3	0,9	-2,0	1,5
Privater Verbrauch . . . . .	349,421	7,4	3,5	1,0	-1,0	1,0
Staatsverbrauch . . . . .	109,495	0,6	0,9	2,8	2,5	1,0
Anlageinvestitionen . . . . .	105,195	13,1	6,8	-2,4	-11,0	0,5
Vorratsveränderungen <sup>4</sup> . . .	-0,718	0,7	-0,3	-0,8	-1,0	1,0
Inländische Verwendung . . . . .	563,393	7,8	3,3	-0,1	-3,0	2,0
Exporte . . . . .	134,108	0,1	4,2	4,8	1,0	4,0
Importe . . . . .	147,582	12,3	7,4	1,3	-3,0	5,0
Nettoexporte <sup>4</sup> . . . . .	-13,474	-3,6	-1,2	1,0	1,5	-0,5
Einzelhandelspreise . . . . .		4,9	7,8	9,5	5,5	3,5
Arbeitslosenquote <sup>5</sup> . . . . .		8,1	6,3	5,8	8,0	9,5

<sup>1</sup> Absolute Werte in Preisen von 1990, Veränderungsrate berechnet aus Werten in Preisen von 1985. –  
<sup>2</sup> Prognose. – <sup>3</sup> Durchschnitt der Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts nach dem Entstehungs- und nach dem Verwendungskonzept, in Preisen von 1985. – <sup>4</sup> Veränderungen in vH des Bruttoinlandsprodukts der Vorperiode. – <sup>5</sup> In vH der Erwerbspersonen.

Quelle: Central Statistical Office, Economic Trends. London, September 1991. – Eigene Berechnungen und Schätzungen.

## Summary

### Sluggish Recovery in the Industrial Countries

In mid-1991, the world economy recovered from the stagnation that had prevailed since late summer 1990. Demand and production have risen somewhat, and the expansion of world trade picked up slightly. In the second half of 1991, real GDP in the industrial countries is estimated to have grown at an annual rate of about 2 p.c., which is still below the growth rate of potential output.

In the course of 1991, the growth differentials between the major countries, which had been significant in winter 1990/91, have narrowed markedly. In the United States and in Canada, the economy has picked up after the sharp decline of production during winter, whereas in Japan and in western Germany, growth of output slowed down rapidly since spring 1991, after having expanded quite strongly before. The deceleration of economic activity in western Europe (except western Germany) came to a halt in summer 1991, although the boost to demand emanating from the surge in German imports following the unification has lost momentum.

Contrary to the recession at the beginning of the eighties, fiscal policy in the industrial countries did not focus on stimulating demand. Several governments even tried to reduce fiscal deficits further. However, in most cases the deficit targets were exceeded because expenditures rose more strongly and revenues were lower than expected due to the downswing. In the United States, extensive outlays for the bailout of the savings and loans and other banks contributed to an increase in the deficit. All in all, in 1991 the stance of fiscal policy in the industrial countries was neutral, which is what we expect for 1992 as well.

Monetary policy, at the moment, shows divergent trends. In the United States, the central bank stepped up its expansionary stance during 1991. The increase in the money supply (M1) accelerated considerably. Yet, the recovery that was under way since spring ceased in autumn. Since the Federal Reserve Board is anxious to prevent a severe setback it will stick to its expansionary course. Only later in 1992, when capacity utilization will have picked up, interest rate increases are to be expected. In Japan, monetary policy has been eased since mid-1991. In 1992, a moderately expansionary course will be pursued to counter the sharp deceleration of economic growth. In western Europe, a number of central banks were able to reduce interest rates from mid-1990 into autumn 1991 notwithstanding rising interest rates in Germany. But, ultimately, they had to increase rates once again in order to defend the value of their currencies within the European Monetary System. Because the Bundesbank will maintain a tight monetary policy for the time being, there will be no room for noticeable interest rate cuts in western Europe, and money growth will remain moderate for the near future. Only in the second half of 1992, against the background of declining inflation and sluggish growth in western Germany, the Bundesbank will cautiously loosen its grip on money, and, hence, give way to some interest rate reductions in other western European countries as well.

Therefore, in 1992, monetary policy will stimulate the economy markedly only in the United States and – in the later course of the year – in Japan. In western Europe, the dampening impacts of the tightening of monetary policy between spring 1988 and mid-1990 will disappear. As a consequence, the underlying forces of growth will gradually prevail again, supported by the improvement in supply side conditions due to deregulation, cuts in corporate taxes and the stronger integration of Europe. In contrast to compara-

ble stages of former business cycles no strong build up of inventories has taken place. For that reason, production will quickly react as demand increases.

At the moment, expectations of consumers and investors are still subdued. This is not unusual at the beginning of an upswing when profits and income are still affected by the recession. Likewise, the fact that long-term real interest rates are still high need not prevent a sustained expansion. At the beginning of 1983, too, it was feared the recovery could stall due to persistently high real interest rates. In fact, the rise in production in the course of 1983 and 1984 was strong. In our assessment, the risk of another downturn of the economy is quite small. Indeed, conditions for a continued growth are even favourable :

- the rise in costs and prices is quite moderate;
- with the exception of the United States, no excessive stimulation of monetary expansion took place. Therefore, no tightening of monetary policy with regard to stability is needed in the early stages of the recovery;
- fiscal policy has not tried to counteract the economic weakness by stimulating demand. For that reason, no additional need for budget consolidation has been created;
- investment is markedly stimulated by the completion of the Single Market and the creation of the European Economic Space;
- in Central and Latin America and in several Asian countries economic reforms have been undertaken that strengthen growth in those areas and stimulate economic activity in industrial countries; however, no increase in total output is assumed to take place in eastern Europe in 1992.

Due to a lack of strong impulses by economic policy, the upswing is likely to remain moderate in winter 1991/92. Only in the course of 1992 the recovery will gain momentum. Until then, the utilization of capacities is supposed to shrink further in some countries and unemployment presumably will rise. Growth differentials between individual countries will tend to disappear next year. Whereas in the United States the upswing will be more pronounced in the course of the year, the acceleration of economic expansion in western Europe will remain moderate. In Japan, too, a strengthening of the economy is likely. For 1992 as a whole, we expect the GNP of the industrial countries to rise by 2 p.c., after an increase of 1 p.c. in 1991. World trade presumably will surpass last year's level by some 5 p.c. The increase in consumer prices will amount to 4 1/4 p.c. in 1991, and slow down to 3 3/4 p.c. next year.