

Bessin, Stefanie; Fischer, Malte; Gern, Klaus-Jürgen; Schatz, Klaus-Werner; Trapp, Peter

**Article — Digitized Version**

## Schwacher Anstieg der Produktion 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; Fischer, Malte; Gern, Klaus-Jürgen; Schatz, Klaus-Werner; Trapp, Peter (1992) : Schwacher Anstieg der Produktion in den Industrieländern, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 3, pp. 227-243

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/1535>

**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.*

# **Schwacher Anstieg der Produktion in den Industrieländern**

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

In den Industrieländern insgesamt hat sich die schon seit Mitte 1990 andauernde konjunkturelle Schwäche im ersten Halbjahr 1992 fortgesetzt. Für die Stagnation in Westeuropa war vor allem der – nochmals verengte – Kurs der Geldpolitik bedeutsam. In den Vereinigten Staaten hat die Notenbank ihren Kurs dagegen zwar schon seit geraumer Zeit gelockert, eine spürbare konjunkturelle Belebung ist aber noch nicht eingetreten. Die japanische Notenbank hat ebenfalls einen expansiven Kurs eingeschlagen, wenn auch später und in geringerem Maße als die amerikanische. Die gesamtwirtschaftliche Produktion nahm jedoch weiterhin nur wenig zu. Sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in Japan macht sich bemerkbar, daß es im Zuge des zurückliegenden Aufschwungs zu Übersteigerungen auf den Aktien- und Immobilienmärkten sowie bei der Verschuldung der Unternehmen und Haushalte gekommen war, deren Korrekturen sich nun dämpfend auf die Nachfrage auswirken. Das reale Bruttoinlandsprodukt in den Industrieländern insgesamt stieg im ersten Halbjahr 1992 mit einer Jahresrate von rund 1 vH. Die Kapazitätsauslastung ist weiter zurückgegangen, die Beschäftigung stagniert, und in zahlreichen Ländern hat die Arbeitslosigkeit merklich zugenommen. Der Preisanstieg auf der Verbraucherebene verharrte bei einer Jahresrate von etwa 3,5 vH.

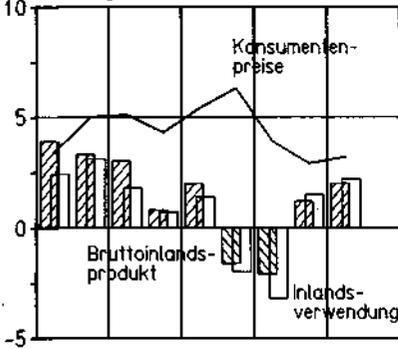
## **Zögernde Konjunkturbelebung in den Vereinigten Staaten**

Die Konjunktur in den Vereinigten Staaten hat sich im ersten Halbjahr 1992 nur leicht belebt (Schaubild 1). Das reale Bruttoinlandsprodukt stieg mit einer Jahresrate von knapp 2 vH zwar rascher als in der vorangegangenen Jahreshälfte (1,2 vH). Dieser Anstieg war aber immer noch geringer als der des Produktionspotentials; die Kapazitätsauslastung war damit im ersten Halbjahr 1992 nochmals niedriger als im zweiten Halbjahr 1991. Die Arbeitslosenquote hat sich seit Jahresbeginn spürbar – um 0,5 Prozentpunkte – auf 7,6 vH im August erhöht.

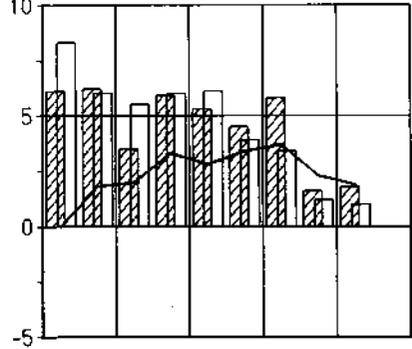
Insgesamt verläuft die Erholung in den Vereinigten Staaten wenig dynamisch und wird überdies immer wieder von Stockungen geprägt. Beigetragen zu der vergleichsweise zögernden konjunkturellen Belebung haben wohl die starken Kürzungen der staatlichen Ausgaben für militärische Güter und die Krise im Finanzsektor. Die hohe Verschuldung der Unternehmen und Haushalte hat zu einer deutlichen Verringerung der privaten Kreditnachfrage geführt. Im Mai 1992 unterschritten die Kredite der Banken an Industrie und Handel den Vorjahresstand um 4,5 vH, und die privaten Haushalte haben die relativ teuren Ver-

# Bruttoinlandsprodukt, Inlandsverwendung und Preisanstieg in ausgewählten Industrieländern

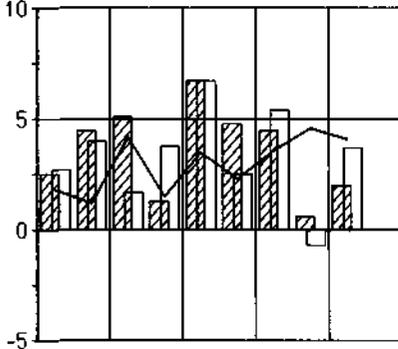
vH<sup>1</sup> Vereinigte Staaten



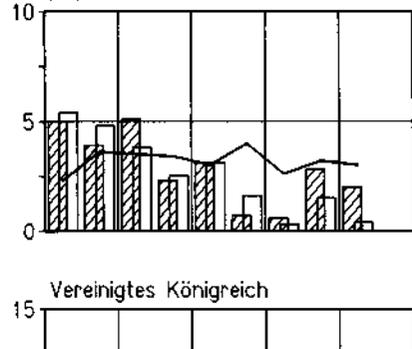
vH<sup>1</sup> Japan<sup>2</sup>



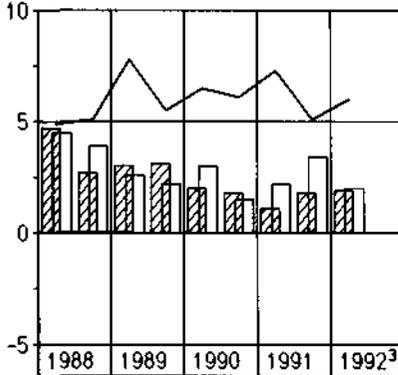
Westdeutschland<sup>2</sup>



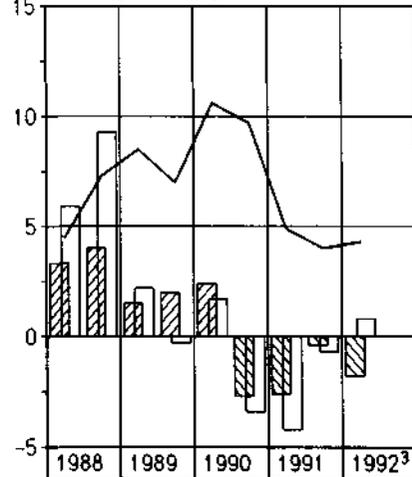
Frankreich



Italien



Vereinigtes Königreich



<sup>1</sup>Veränderungen gegenüber dem Vorhalbjahr, Jahresrate. - <sup>2</sup>Bruttonsozialprodukt. - <sup>3</sup>Teilweise geschätzt.



braucher Kredite bis zuletzt verringert. Die Kreditnachfrage wird auch dadurch gedämpft, daß die Banken die gesunkenen Refinanzierungskosten dazu genutzt haben, die Spanne zu den Kreditzinsen erheblich auszuweiten. Maßgeblich hierfür war wohl vor allem, daß die Kreditrisiken höher eingeschätzt wurden, aber auch die Erhöhung der Prämien für die Einlagenversicherung war dafür bedeutsam. Diese Faktoren mindern zur Zeit die Wirksamkeit der Geldpolitik. Gleichzeitig gehen vom Kurs der Finanzpolitik – ganz im Gegensatz zu früheren Aufschwungsphasen – eher dämpfende Effekte auf die Konjunktur aus.

Im ersten Halbjahr 1992 wurde die Produktionszunahme vor allem von den belebten Anlageinvestitionen getragen. Mäßige Lohnzuwächse und ein merklicher Anstieg der Produktivität haben die Unternehmenserträge trotz des weiteren Rückgangs der Kapazitätsauslastung spürbar erhöht. Mit der Überwindung der konjunkturellen Talsohle und der Abwertung des US-Dollar haben sich die Absatzaussichten der Unternehmen verbessert. Auch der Wohnungsbau entwickelte sich begünstigt durch die weiter leicht nachgebenden Hypothekenzinsen lebhaft. Der private Verbrauch wurde in der ersten Jahreshälfte zwar rascher ausgeweitet als zuvor, da die verfügbaren Einkommen mit einer Jahresrate von knapp 3 vH etwa doppelt so kräftig gestiegen sind wie im vorangegangenen Halbjahr. In der Grundtendenz verläuft der Konsum jedoch weiterhin flach. Hier dürfte neben der hohen Verschuldung auch die anhaltende Unsicherheit der Verbraucher über die Beschäftigungsentwicklung eine Rolle spielen.

Die Ausfuhr expandierte mit einer Jahresrate von 4,5 vH in der ersten Jahreshälfte spürbar langsamer als im zweiten Halbjahr 1991 (10,5 vH). Der angesichts der Konjunkturschwäche in den Industrieländern noch immer recht kräftige Zuwachs beruht wohl auf der weiterhin günstigen wirtschaftlichen Entwicklung in einigen asiatischen und lateinamerikanischen Ländern und auf der anhaltend niedrigen Bewertung des US-Dollar, die die Wettbewerbsfähigkeit amerikanischer Anbieter im Ausland stützt. Das Anstiegstempo der Importe hat sich im ersten Halbjahr ebenfalls merklich verringert. Das Defizit in der Handelsbilanz hat sich gegenüber der zweiten Jahreshälfte 1991 nochmals leicht erhöht.

Anhaltend schwierig ist die Lage auf dem Arbeitsmarkt. Seit Jahresbeginn ist die Zahl der Beschäftigten außerhalb der Landwirtschaft um etwa 0,5 vH gestiegen, wozu freilich vor allem öffentliche Beschäftigungsprogramme beigetragen haben. Insbesondere in der Industrie bemühen sich noch immer viele Unternehmen, die Belegschaften zu verkleinern, um die Kosten zu senken. Der Lohnanstieg blieb moderat. Bei gleichzeitig verbesserter Produktivität sind die Lohnstückkosten kaum noch gestiegen. Angesichts der noch schwachen Nachfrage waren Preisanhebungen kaum durchsetzbar, und die Preise nahmen sowohl auf der Produzenten- als auch auf der Verbraucherebene nur sehr verhalten zu. Der Index der Konsumentenpreise stieg im ersten Halbjahr mit einer Jahresrate von 3,2 nach 2,8 vH im vorangegangenen Halbjahr.

### **Gedrückte Produktion in Japan**

Die konjunkturelle Schwäche in Japan, die im Sommer 1991 einsetzte, hat im ersten Halbjahr 1992 angedauert. Das Bruttosozialprodukt nahm mit einer

Jahresrate von etwa 1,5 vH ähnlich verhalten zu wie im Halbjahr zuvor; die Inlandsnachfrage expandierte noch schwächer. Damit verringerte sich die Auslastung der Kapazitäten bei einem Wachstum des Produktionspotentials der japanischen Wirtschaft von 3 bis 4 vH deutlich. Maßgeblich für den Abschwung war die von der Notenbank bis zum Sommer vergangenen Jahres betriebene restriktive Geldpolitik, die dem inflationären Druck begegnen sollte, der sich während der starken Expansion zu Ende der achtziger Jahre aufgebaut hatte.

Die Produktion in der Industrie, die seit Jahresbeginn 1991 tendenziell rückläufig ist, wurde angesichts stark gestiegener Lagerbestände im ersten Halbjahr 1992 nochmals kräftig eingeschränkt. Sie lag im Durchschnitt um knapp 5 vH unter dem Stand des zweiten Halbjahres 1991. Trotz der zum Teil drastischen Produktionsrückgänge haben die Unternehmen bislang weitgehend auf die Entlassung von Arbeitskräften verzichtet; die Arbeitslosenquote verharrte bei 2 vH. Dies liegt zum Teil an der traditionell engen Bindung zwischen Arbeitnehmern und Unternehmen. Zum anderen scheuen viele Firmen vor der Freisetzung von Mitarbeitern zurück, weil sie in den vergangenen Jahren bei starker Knappheit von Arbeitskräften Schwierigkeiten hatten, Arbeitsplätze zu besetzen. Auf die Einschränkung der Produktion reagierten die Unternehmen deshalb vor allem mit einer erheblichen Verringerung der Überstunden. Das Durchhalten der Belegschaften war mit einem beträchtlichen Rückgang der Produktivität verbunden. Zwar fielen die – halbjährlichen – Bonuszahlungen, die etwa ein Viertel des Arbeitseinkommens ausmachen, in diesem Sommer nur unwesentlich höher aus als 1991, und auch die Tariflöhne nahmen mit knapp 5 vH verlangsamt zu (1991: 5,7 vH). Die Lohnstückkosten stiegen in der Industrie im ersten Halbjahr gleichwohl um rund 10 vH gegenüber dem gleichen Vorjahreszeitraum, was maßgeblich zu dem deutlichen Rückgang der Unternehmensgewinne in der Industrie beigetragen hat. 1991 hatte der Lohnstückkostenanstieg noch 3,5 vH betragen.

Der Aktienkursverfall, der Einbruch der Immobilienpreise und zunehmende Solvenzprobleme im Finanzsektor haben zu Unsicherheit über die wirtschaftliche Entwicklung geführt. Vor dem Hintergrund dieser Entwicklung und geringerer Einkommenszuwächse hat sich der Anstieg des privaten Konsums in Japan im ersten Halbjahr deutlich abgeschwächt. Insbesondere im zweiten Quartal hielten sich die Käufer zurück. Fortgesetzt hat sich der Rückgang bei den gewerblichen Anlageinvestitionen. Viele Unternehmen haben die Investitionspläne gekürzt, da sich mit verringerter Auslastung der Kapazitäten die Gewinnerwartungen merklich eingetrübt haben. Hingegen hat sich der ausgeprägte Rückgang im Wohnungsbau zuletzt nicht mehr fortgesetzt. Vor allem im Einfamilienhausbau aber auch im Mietwohnungsbau wirken die gesunkenen Zinsen stützend.

Die Exporte stiegen im ersten Halbjahr aufgrund der schwachen Auslandskonjunktur nur wenig. Die Importe unterschritten infolge der gedrückten Gesamtnachfrage das Niveau des Vorhalbjahres. Die Terms of trade verbesserten sich weiter, vor allem infolge der Aufwertung der japanischen Währung gegenüber dem US-Dollar. Dies trug dazu bei, daß sich der Überschuß in der Handelsbilanz nochmals erhöhte, wenn auch nicht mehr in dem Tempo wie im

vergangenen Jahr, als er sich innerhalb von zwölf Monaten nahezu verdoppelt hatte. Auch der Leistungsbilanzüberschuß weitete sich aus; er wies mit 56 Mrd. US-\$ den bisher höchsten Stand in einem Halbjahr auf.

### **Schwache Konjunktur in Westeuropa**

In Westeuropa blieb die Konjunktur im ersten Halbjahr dieses Jahres schwach. Das Bruttoinlandsprodukt ist – bei Schwankungen von Quartal zu Quartal – nur mäßig gestiegen. Im Vereinigten Königreich setzte sich der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion fort; in Frankreich und in Italien gab es dagegen eine deutliche Expansion. Die Beschäftigung ist in Westeuropa im ersten Halbjahr 1992 weiter zurückgegangen; die Arbeitslosenquote stieg und ist mit etwa 10 vH um rund einen Prozentpunkt höher als vor einem Jahr. Der Preisauftrieb hat sich bis zum Sommer leicht auf eine Rate von knapp 4,5 vH zurückgebildet.

Zu der anhaltenden konjunkturellen Schwäche hat vor allem die Geldpolitik beigetragen, die seit 1989 einen deutlich engeren Kurs steuert. Die hohen Zinsen und eine mit der niedrigen Bewertung des US-Dollar verschlechterte Position im internationalen Wettbewerb verringerten die Investitionsneigung. Insbesondere die Bautätigkeit entwickelte sich vor dem Hintergrund teurer Finanzierung und vielfach nachgebender Immobilienpreise schwach. Der private Verbrauch expandierte im ersten Halbjahr verlangsamt. Geringere Einkommenszuwächse und die steigende Arbeitslosigkeit wirkten hier dämpfend. In vielen Ländern hat auch die Finanzpolitik zur konjunkturellen Schwäche beigetragen. Lediglich im Vereinigten Königreich war sie ausdrücklich auf die Stimulierung der Nachfrage bedacht.

### **Mittel- und Osteuropa in der Umstellungskrise**

Die Wirtschaft in den Ländern Mittel- und Osteuropas befindet sich weiterhin in einem tiefgreifendem Umstellungsprozeß, der mit der Transformation von der Planwirtschaft zur Marktwirtschaft verbunden ist. Die Umgestaltung der Wirtschaftsordnung ist in den einzelnen Ländern aber sehr unterschiedlich weit vorangekommen. In den Nachfolgestaaten der Sowjetunion, die freilich erst zu Beginn des Jahres mit einem Übergang zur Marktwirtschaft begonnen haben, ist ein konsistentes wirtschaftspolitisches Konzept zur Transformation bisher nicht zu erkennen. Funktionierende Institutionen zur Implementierung einer zielgerichteten Wirtschaftspolitik sind bislang nicht vorhanden. Aussagen über die wirtschaftliche Entwicklung und insbesondere Prognosen müssen daher – auch vor dem Hintergrund der unzureichenden Datenbasis – mit besonderer Unsicherheit behaftet sein. Deutlich ist aber, daß die Produktion bis zuletzt zurückging. Die Finanzierung der öffentlichen Haushalte und der staatlichen Betriebe über die Notenpresse hat gleichzeitig zu einer ausgeprägten Geldentwertung geführt (Tabelle 1).

Auch in Rumänien und – in geringerem Maße – in Bulgarien sind noch beträchtliche Unsicherheiten über den wirtschaftspolitischen Kurs vorhanden,

Tabelle 1 – Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquoten in Mittel- und Osteuropa 1991 und 1992 (Vorjahresvergleich in vH)

	Bruttoinlandsprodukt		Verbraucherpreise		Arbeitslosenquote <sup>1</sup>	
	1991 <sup>2</sup>	1992 <sup>3</sup>	1991	1992 <sup>3</sup>	1991	1992 <sup>3</sup>
ČSFR .....	-16	-6	58	12	6,6	8
Polen .....	-9	-5	70	45	11,8	14
Ungarn .....	-10	-5	35	22	9,1	13
Bulgarien .....	-17	-8	474	70	11,7	15
Rumänien .....	-14	-10	128	100	2,7	10
Ehem. Sowjetunion .....	-17	-20	91	1000	.	.

<sup>1</sup> In vH, jeweils Jahresende. – <sup>2</sup> Schätzung. – <sup>3</sup> Prognose.

Quelle: OECD [a], PlanEcon; eigene Schätzungen.

die die Umgestaltung der Wirtschaft hemmen und ausländisches Kapital abschrecken. In Bulgarien wurde der Produktionsrückgang dadurch verstärkt, daß die wirtschaftliche Verflechtung mit der ehemaligen Sowjetunion besonders eng war.

Erheblich vorangekommen bei der Implementierung einer marktwirtschaftlich orientierten Wirtschaftsordnung sind Ungarn, Polen und die ČSFR. In diesen Ländern sind die Privatisierungsfortschritte in Teilen der Wirtschaft – vor allem im Dienstleistungsbereich – beträchtlich; in der Industrie freilich sind sie erst gering. Der Verbraucherpreisanstieg hat sich deutlich abgeschwächt, und das Vertrauen ausländischer Investoren in die Wirtschaftspolitik der drei mitteleuropäischen Reformländer hat sich gefestigt, so daß vermehrt Direktinvestitionen getätigt werden. Der überwiegende Anteil ausländischer Direktinvestitionen floß nach Ungarn, wo die Rahmenbedingungen am günstigsten sind.

In Ungarn, Polen und der ČSFR hat sich das Tempo des Rückgangs bei Produktion und Nachfrage vermindert, doch nimmt die Inlandsnachfrage immer noch ab. Sinkende Realeinkommen und eine vor dem Hintergrund stark steigender Arbeitslosenzahlen deutlich höhere Sparneigung tragen zur Schwäche des privaten Konsums bei. Auch die Investitionen gehen weiter zurück. Stützende Wirkungen auf die wirtschaftliche Entwicklung gehen inzwischen vom Außenhandel aus. Im vergangenen Jahr hatte der drastische Rückgang des Warenhandels der ehemaligen RGW-Länder untereinander infolge der Umstellung der Abrechnung auf konvertible Währungen erheblich zum Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion beigetragen. Der Anteil dieser Ländergruppe am Handel Ungarns, Polens und der ČSFR beläuft sich derzeit auf nur noch etwa 25 vH. Der größere Teil der Exporte geht inzwischen in die OECD-Länder, und er weist kräftige Wachstumsraten auf. Gleichzeitig entwickeln sich die Importe deutlich schwächer als die Ausfuhren, so daß es im ersten Halbjahr

1992 zu einer markanten Aktivierung der Handelsbilanzen dieser drei Reformländer kam.

### **Vermehrte Bemühungen um Rückführung der Budgetdefizite**

In den meisten Industrieländern haben sich die Budgetdefizite seit Anfang der neunziger Jahre deutlich erhöht. Nachdem sie in den Industrieländern insgesamt im Laufe der achtziger Jahre auf 1 vH des Bruttoinlandsprodukts verringert worden waren, werden sie 1992 reichlich 3 vH betragen. Wichtige Ursachen für die Ausweitung sind das Erlahmen der Konjunktur und Sonderfaktoren wie die umfangreichen Ausgaben zur Sanierung der Spar- und Darlehnskassen in den Vereinigten Staaten und die Aufwendungen im Zusammenhang mit der Vereinigung in Deutschland. Ein beachtlicher Teil des Defizitanstiegs ist aber auch darauf zurückzuführen, daß sich die Zunahme der übrigen Ausgaben trotz der Kürzungen in den Verteidigungsetats merklich beschleunigt hat. Hierzu haben vor allem zusätzliche Leistungen im sozialen Bereich und die Zinsausgaben beigetragen.

Die meisten Regierungen sind nunmehr jedoch bemüht, die Defizite ungeachtet der schwachen Konjunktur zu verringern. In Westeuropa haben sich die Mitgliedsländer der EG mit den Kriterien für den Eintritt in die Europäische Währungsunion zudem ehrgeizige Ziele für die Begrenzung der Neuverschuldung und der Gesamtverschuldung des Staates gesetzt. Wollen sie den Kriterien gerecht werden, ohne die Steuern zu erhöhen, so müssen viele Länder den Ausgabenanstieg verringern (Deutschland, Spanien) oder sogar starke Einschnitte bei den Ausgaben (Italien, Belgien, Griechenland) vornehmen. Es ist unwahrscheinlich, daß eine solch strikte Finanzpolitik realisiert wird. Immerhin sind aber beispielsweise in Belgien, Spanien und Italien einschneidende Maßnahmen beschlossen worden, um eine Annäherung an die Kriterien zu erreichen. Dabei geht es allerdings zumeist nicht in erster Linie um eine Dämpfung der Ausgabenexpansion, sondern um Einnahmenerhöhungen. Soweit dazu die Steuern erhöht werden, ist freilich mit dämpfenden Effekten auf die Arbeits- und Investitionsanreize zu rechnen. Dies gilt auch für die im Zusammenhang mit der angestrebten Harmonisierung der Verbrauchssteuern in der EG geplante Anhebung der Mehrwertsteuersätze in einigen Mitgliedsländern. In manchen Ländern werden die Verbraucher durch die Beseitigung der hohen Mehrwertsteuersätze für bestimmte Güter zwar entlastet, diese Wirkung wird aber in der Regel durch die Erhöhung des Normalsatzes und die Aufhebung von Steuerbefreiungen mehr als kompensiert. Häufig ist auch geplant, Staatsunternehmen zu privatisieren. Dies ist aus angebotspolitischer Sicht zwar zu begrüßen, führt aber nicht zu einer nachhaltigen, sondern nur zu einer einmaligen Senkung der staatlichen Neuverschuldung. Insgesamt wird die Finanzpolitik in Westeuropa 1992/93 konjunkturdämpfend wirken.

Auch in den Vereinigten Staaten hat die Finanzpolitik bisher weitgehend auf stimulierende Maßnahmen verzichtet. So erhöhte sich das um konjunkturelle Effekte und die Ausgaben der Einlagensicherung bereinigte Defizit im Bundeshaushalt nur wenig von knapp 3 vH des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 1990 auf

3,3 vH im laufenden Fiskaljahr. Dagegen hatte sich das Defizit im Zuge der Rezessionen von 1973/74 und 1981/82 jeweils stark erhöht. Ausschlaggebend für die Konsolidierungsbemühungen ist, daß im Bundeshaushalt erhebliche zusätzliche Ausgaben für die Einlagenversicherung anfallen.

Nach Schätzungen der Regierung wird sich das Gesamtdefizit im Bundeshaushalt im Fiskaljahr 1992 auf wohl 334 Mrd. US-\$ bzw. 5,6 vH des Bruttoinlandsprodukts (nach 4,7 vH im Vorjahr) belaufen. Dadurch wird der finanzpolitische Spielraum erheblich eingeschränkt. Zusätzlich dämpfend wirkt die Finanzpolitik der Bundesstaaten und Gemeinden. Diese hatten bereits zu Beginn der Rezession im Jahr 1990 massive Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen beschlossen, nachdem sich das Defizit innerhalb eines Jahres auf 38,1 Mrd. US-\$ verdoppelt hatte. Durch die Konsolidierungsmaßnahmen wurde der Fehlbetrag in den Haushalten der Bundesstaaten und der Gemeinden im Verlauf der Rezession sogar verringert, und der Ausgabenanstieg wurde von 7,7 vH im Jahr 1990 auf 4 vH im vergangenen Jahr merklich gebremst.

Insgesamt wird die Finanzpolitik in den Vereinigten Staaten im Jahr 1993 zwar weiter auf die Konsolidierung der Haushalte bedacht sein und die Konjunktur tendenziell dämpfen. Das Defizit im Bundeshaushalt wird im Fiskaljahr 1993 dennoch bei wohl 5,5 vH des Bruttosozialprodukts verharren, weil die Ausgaben für die Sanierung von Sparkassen und Banken, die in diesem Jahr aufgrund verzögerter Mittelfreigabe durch den Kongreß erheblich niedriger als geplant ausfallen, deutlich steigen werden.

In Japan hat die Regierung auf die unerwartet starke konjunkturelle Abschwächung im Frühjahr mit einem Maßnahmenpaket reagiert, daß der Wirtschaft Impulse geben sollte. Zunächst war allerdings nicht beabsichtigt die im Haushalt vorgesehenen Ausgabenansätze aufzustocken, sondern es wurden lediglich öffentliche Aufträge in die erste Hälfte des Fiskaljahres (April 1992 bis März 1993) vorgezogen, um die Nachfrage zu stützen.

Da es jedoch nicht zu einer Belebung der Gesamtnachfrage gekommen ist, hat die Regierung Ende August 1992 das bislang umfangreichste finanzpolitische Stimulierungspaket beschlossen (Tabelle 2). Es hat ein Volumen von 10,7 Bill. Yen (120 Mrd. DM; dies entspricht 2,3 vH des japanischen Bruttosozialprodukts). Die öffentlichen Investitionen sollen um 8,6 Bill. Yen aufgestockt werden. Darin enthalten sind 1,6 Bill. Yen für Landkäufe durch die Gebietskörperschaften und öffentliche Institutionen im Vorgriff auf zukünftige Infrastrukturprojekte. Damit sollen die Immobilienpreise gestützt werden. Außerdem sind Steuererleichterungen für Unternehmen zur Förderung der Investitionstätigkeit und eine Ausweitung der Kreditprogramme für kleine und mittlere Unternehmen in einem Umfang von insgesamt 2,1 Bill. Yen vorgesehen. Rund die Hälfte der Maßnahmen erfolgt nicht innerhalb des Zentralhaushalts, sondern über den sogenannten „zweiten Haushalt“, das Fiscal Investment and Loan Program, der vor allem durch die Einlagen der Postsparkasse gespeist wird.

Es ist allerdings fraglich, in welchem Ausmaß das Konjunkturpaket tatsächlich zu zusätzlichen Ausgaben führt. Zum einen ist der übliche Nachtragshaushalt in dem Programm enthalten, der auf regionaler und zentraler Ebene zusammerechnet häufig die Größenordnung von 5 Bill. Yen – also ohnehin die Hälfte des

Tabelle 2 – Finanzpolitische Konjunkturprogramme in Japan 1978–1992

Datum der gesetzlichen Verabschiedung	Oktober 1978	Dezember 1982	Februar 1984	Februar 1986	November 1986	Juli 1987	Herbst 1992
Volumen in Bill. Yen .....	4,2	2,1	1,9	3,1	3,6	6,0	10,7
in vH des Bruttosozialprodukts .....	2,2	0,8	0,7	1,0	1,1	1,8	2,3
davon:							
öffentliche Investitionen in Bill. Yen .....	2,5	2,1	1,9	3,1	3,6	5,0	8,6 <sup>1</sup>
in vH des Bruttosozialprodukts .....	1,3	0,8	0,7	1,0	1,1	1,5	1,9
Steuererleichterungen in Bill. Yen .....	1,7	–	–	–	–	1,0	2,1
in vH des Bundessozialprodukts .....	0,9	–	–	–	–	0,3	0,4

<sup>1</sup> Darin enthalten sind 1,55 Bill. Yen für Landkäufe.

Quelle: Nomura Research Institute [1992]; eigene Berechnungen.

jetzigen Stimulierungspakets – erreicht. Zum anderen ist bei dem undurchsichtigen System der Rechnungslegung der öffentlichen Haushalte in Japan nicht recht nachvollziehbar, wieviel Mittel tatsächlich zusätzlich verausgabt werden und wieviel durch Umschichtungen im Zentralhaushalt und zwischen den einzelnen Budgets und Sonderkonten finanziert wird. Erfahrungsgemäß wird in den Konjunkturprogrammen ein erheblich größerer Ausgabenumfang angekündigt als letztlich verwirklicht wird [Schlote, 1988].

Selbst wenn das Programm zu beträchtlichen zusätzlichen Staatsausgaben führt, ist für das Jahr 1992 kein spürbarer Effekt auf die Konjunktur zu erwarten. Die Mittel im Rahmen des Nachtragshaushalts können erst verwendet werden, wenn dieser verabschiedet ist; damit ist nicht vor November zu rechnen. Auch bei den übrigen Maßnahmen wird es einige Monate dauern, bis sie durchgeführt werden können.

Wir erwarten, daß sich das Budgetdefizit des Zentralstaates gemessen am Bruttosozialprodukt im laufenden Fiskaljahr von rund 1,5 vH auf knapp 2,5 vH erhöhen wird; neben steigenden Ausgaben machen sich hier die konjunkturell bedingten Steuerausfälle bemerkbar. 1993 werden die Staatsausgaben deutlich stärker zunehmen als das Bruttosozialprodukt. Insbesondere im ersten Halbjahr werden die Wirkungen des Konjunkturprogramms sichtbar sein. Im Verlauf des Jahres, wenn sich die konjunkturelle Erholung, die wir für das kommende Jahr erwarten, gefestigt hat, dürfte die Finanzpolitik aber bemüht sein, die Ausgaben zu senken und zu ihrem mittelfristigen Konsolidierungskurs zurückzukehren.

Insgesamt wird die Finanzpolitik in den Industrieländern im kommenden Jahr dämpfend auf die Konjunktur wirken.

### **Kursdifferenzen in der Geldpolitik bestehen fort**

Während die Notenbanken in den Vereinigten Staaten und in Japan den Diskontsatz im Sommer 1992 nochmals senkten, hielt die Bundesbank an ihrer Hochzinspolitik fest. Wegen der Ankerrolle der D-Mark in Europa und der Präferenz der meisten Regierungen für feste Wechselkurse war die Politik der Bundesbank bestimmend für die geldpolitische Ausrichtung im übrigen Westeuropa, wo sich die Konjunktur, anders als in der Bundesrepublik, bereits 1990 abgeschwächt hatte. Durch eine Abwertung gegenüber der D-Mark hätte Spielraum für eine Senkung der Geldmarktzinsen gewonnen und die Wettbewerbsfähigkeit der inländischen Wirtschaft verbessert werden können. Davon wurde kein Gebrauch gemacht.

Ausschlaggebend war wohl die Befürchtung, eine Abwertung könnte die Glaubwürdigkeit der Stabilitätsorientierung der Geldpolitik verringern. Käme es dazu, so würden die Zinsen am Kapitalmarkt wegen der Zunahme der Inflationserwartungen nicht sinken, sondern sogar steigen. Auch am kurzfristigen Ende sähen sich die Notenbanken wohl bald wieder gezwungen, die Zinsen heraufzusetzen, da die Erwartung einer stärkeren Geldentwertung erneuten Abwertungsdruck bewirken würde. Außerdem sind die meisten westeuropäischen Regierungen bestrebt an der Europäischen Währungsunion teilzunehmen. Eine Bedingung für den Eintritt in die Endstufe der Europäischen Währungsunion ist, daß die normalen Bandbreiten innerhalb des Europäischen Währungssystems (EWS) über zwei Jahre ohne starke Spannungen eingehalten worden sind und daß die Währung in dieser Zeit nicht auf eigene Initiative hin abgewertet worden ist. Auch um diese Anforderung zu erfüllen, werden die Mitgliedsländer wohl keine Abwertung vornehmen.

Die Bundesbank hat noch im Juli dieses Jahres den Diskontsatz angehoben, um ihre Stabilitätsorientierung zu verdeutlichen. Der Rückgang des Anstiegs der Konsumentenpreise auf 3,5 vH – das Preisniveau verglichen mit jenem zur selben Zeit im Vorjahr – nach der Jahresmitte war vor allem auf den Basiseffekt – die Erhöhung von Verbrauchsteuern im Vorjahr – und den niedrigen Dollarkurs zurückzuführen und dürfte die Bundesbank nicht zu einem baldigen Kurswechsel veranlassen. Angesichts der starken Expansion der Geldmenge M3 der noch überdurchschnittlich hohen Kapazitätsauslastung, des anhaltenden Kostendrucks und der weiterhin hohen Defizite des Staates werden noch beträchtliche Inflationsrisiken gesehen. Mit einer Zinssenkung rechnen wir erst für Anfang 1993. Die konjunkturelle Entwicklung im Jahr 1993 wird wegen der Verzögerung, mit der die geldpolitischen Wirkungen eintreten, nur in geringem Maße angeregt werden.

In den Vereinigten Staaten hat der Diskontsatz mit 3 % den tiefsten Stand seit dreißig Jahren erreicht. Die Geldmarktzinsen sind seit Ende 1990 um reichlich vier Prozentpunkte auf 3,5 % gesunken; auch die Rendite langfristiger Staatsanleihen ermäßigte sich, allerdings erheblich weniger.

Die Geldmengenerweiterung ist bei den verschiedenen Aggregaten sehr unterschiedlich. Die Geldmenge M2 stieg von Januar bis Juli 1992 mit einer Jahresrate von 0,4 vH und damit deutlich schwächer als von der Zentralbank angestrebt (2,5–6,5 vH). Die ungewöhnlich geringe Zunahme dieses Aggregats ist vor allem das Ergebnis der, auch im Vergleich zu früheren Aufschwungsphasen, großen Differenz zwischen kurz- und langfristigen Zinsen. Diese veranlaßt die Anleger zu einer Umschichtung von niedrig verzinsten Termineinlagen, die Bestandteil von M2 sind, in höher verzinsliche, nicht in M2 enthaltene Titel. So sind denn auch die Termineinlagen schon seit geraumer Zeit stark rückläufig. Beträchtlich beschleunigt hat sich dagegen die Ausweitung der enger gefaßten Geldmenge M1, die lediglich Bargeld und Sichteinlagen enthält. Sie nahm im ersten Halbjahr mit einer Jahresrate von knapp 12 vH zu. Nach aller Erfahrung sprechen dies und die ausgeprägt positive Zinsdifferenz dafür, daß die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten einen expansiven Kurs verfolgt.

Angesichts der merklich gesunkenen Kapazitätsauslastung und des mäßigen Preisauftriebs wird die Notenbank bemüht sein, die kurzfristigen Zinsen auf dem niedrigen Niveau zu halten. Mit leicht steigenden Zinsen ist erst für den späteren Verlauf des kommenden Jahres zu rechnen, wenn sich Produktion und Nachfrage spürbar belebt haben. Alles in allem werden von der Geldpolitik im Prognosezeitraum anregende Wirkungen ausgehen, die sich im Verlauf verstärken.

Der US-Dollar hat sich gegenüber der D-Mark angesichts der großen Zinsdifferenz – die deutschen Geldmarktzinsen lagen im Sommer 1992 um reichlich 6 Prozentpunkte über den amerikanischen – spürbar abgewertet. Er dürfte bei fortdauernden Unterschieden zwischen der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten und in Deutschland zunächst auf dem erreichten niedrigen Niveau verharren. Erst im Verlauf von 1993, wenn sich die Zinsdifferenz verringert, ist mit einem allmählichen Anstieg des DM/Dollar-Kurses zu rechnen.

In Japan hat die Notenbank vor dem Hintergrund der schwachen Entwicklung der Inlandsnachfrage den Diskontsatz Ende Juli um einen halben Prozentpunkt auf nunmehr  $3\frac{1}{4}$  % gesenkt. Die Geldmarktzinsen haben sich seit dem Sommer 1991 auf reichlich 4 % halbiert. Auf dem Kapitalmarkt haben sich die Zinsen im Verlauf des Jahres 1992 ebenfalls weiter zurückgebildet; die Staatsanleihen rentieren zur Zeit mit reichlich 5 % nach rund 6 % im Sommer des vergangenen Jahres. Damit sind sowohl die lang- als auch die kurzfristigen Zinsen nur noch wenig höher als in den Jahren 1987 und 1988, als die Geldpolitik stark expansiv auf die Konjunktur wirkte. Real, d. h. deflationiert mit dem Verbraucherpreisanstieg, liegen die Zinsen sogar etwas unter dem damaligen Niveau.

Wie in den Vereinigten Staaten nehmen die weiter gefaßten Geldmengenaggregate in Japan nur langsam zu. Die Expansion der Geldmenge M2 (einschließlich Depositenzertifikate), die der Zentralbank als Orientierungsgröße dient, ist sogar zum Stillstand gekommen. Dagegen erhöht sich die Geldmenge M1 weiterhin deutlich.

Angesichts der anhaltenden Schwäche der Inlandsnachfrage und des geringen Wachstums der meisten Geldmengenaggregate wird die japanische Notenbank

die geldpolitischen Zügel wohl nochmals lockern. Wir erwarten, daß sie den Diskontsatz im Herbst, wenn der Nachtragshaushalts verabschiedet wird, senkt.

### **Produktionsanstieg in den Industrieländern bleibt verhalten**

Angesichts der Perspektiven für die Finanz- und Geldpolitik ist eine zügige Belebung der Konjunktur in den Industrieländern insgesamt nicht wahrscheinlich. Dennoch sind die Rahmenbedingungen für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum zumeist nicht ungünstig. So sind die konjunkturellen Verspannungen, gemessen beispielsweise an den Inflationsraten oder dem Anstieg der Löhne zu Beginn dieses Abschwungs wesentlich geringer gewesen, als sie es beim Einsetzen der konjunkturellen Talfahrt zu Anfang der achtziger Jahre waren, und die Ertragslage der Unternehmen ist in vielen Ländern erheblich besser als damals. Zudem hat sich der Anstieg der Löhne seit Beginn der neunziger Jahre stark abgeschwächt; die Ertragsaussichten der Unternehmen beginnen sich aufgrund stark verlangsamt zunehmender Lohnstückkosten aufzuhellen. Da der Abschwung weniger tief und die Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten deutlich höher ist als in vergleichbaren früheren Konjunkturphasen, werden die Investitionen wohl rasch reagieren, wenn sich Nachfrage und Produktion beleben. Zusätzlich angeregt wird die Investitionstätigkeit der Unternehmen durch die Vollendung des EG-Binnenmarkts und die Schaffung des europäischen Wirtschaftsraumes sowie die Errichtung der nordamerikanischen Freihandelszone. In der Tendenz wirkt auch die Transformation der Volkswirtschaften in den Ländern Mittel- und Osteuropas anregend auf die Investitionen. Zunehmende Konkurrenz wird die westlichen Unternehmen zu Rationalisierung und Umstrukturierung veranlassen, und nach und nach dürften mit Fortschritten bei der Transformation auch die Lieferungen in diese Länder zunehmen.

Diese investitionsanregenden Faktoren dürften vor allem auf mittlere Sicht zum Tragen kommen. Zunächst werden sich noch bestehende Verschuldungsprobleme und die Preisrückgänge auf vielen Aktien- und Immobilienmärkten dämpfend auf die Konjunktur auswirken. Auch die an der Erreichung von Geldwertstabilität orientierte Geldpolitik und die an der Konsolidierung der öffentlichen Finanzen ausgerichtete Finanzpolitik werden den Aufschwung etwas verzögern und ihn weniger steil machen. Gleichzeitig erhöht diese Politik aber die Chancen für eine nachhaltige Erholung.

Die Anzeichen für eine Erholung sind in den Vereinigten Staaten unverkennbar. Dort werden sich die anregenden Wirkungen der Geldpolitik im Prognosezeitraum zunehmend bemerkbar machen. Nach der Konsolidierungsphase im Bankenbereich ist mit einer Belebung des Kreditangebots zu rechnen. Dies wird tendenziell auf eine Verringerung der Spanne zwischen Soll- und Habenzinsen hinwirken. Damit wird ein wichtiges Hemmnis für die Nachfrageexpansion beseitigt; gleichzeitig dürfte die sich abzeichnende Verbesserung der Beschäftigungs- und Einkommensperspektiven die Verschuldungsbereitschaft der Verbraucher etwas erhöhen.

Tabelle 3 – Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in ausgewählten Ländern und Ländergruppen 1991–1993 (Vorjahresvergleich in vH)

	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise		
	1991 <sup>1</sup>	1992 <sup>2</sup>	1993 <sup>3</sup>	1991	1992 <sup>2</sup>	1993 <sup>2</sup>
Vereinigte Staaten .....	-1,2	2,0	3,0	4,2	3,0	3,0
Japan .....	4,4	2,0	3,0	3,3	2,0	2,0
Bundesrepublik Deutschland .....	3,7	1,0	1,0	3,5	4,0	3,5
Westeuropa .....	1,0	1,0	1,5	4,9	4,0	3,5
Industrieländer insgesamt .....	0,8	1,25	2,25	4,2	3,5	3,0

<sup>1</sup> Teilweise geschätzt. – <sup>2</sup> Prognose. – <sup>3</sup> Alte Bundesländer.

Quelle: OECD [a; b; c]; eigene Berechnungen und Schätzungen.

Im zweiten Halbjahr 1992 wird die gesamtwirtschaftliche Produktion etwa so stark ausgeweitet werden wie das Produktionspotential. Für das Jahr insgesamt rechnen wir mit einer Zunahme des Bruttoinlandsprodukts von knapp 2 vH; im Jahr 1993 wird sie mit rund 3 vH etwas über das Potentialwachstum hinausgehen (Tabelle 3). Die Investitionstätigkeit dürfte sich angesichts verbesserter Gewinne und steigender Aufträge merklich beleben. Bei allmählich expandierender Beschäftigung ist für den privaten Verbrauch trotz wenig steigender Reallöhne eine leichte Zunahme zu erwarten. Die Exporte werden zwar durch die fortdauernde Konjunkturschwäche in anderen Industrieländern gebremst, doch dürfte die Zunahme etwas höher sein als die des Welthandels, da sich der US-Dollar real erheblich abgewertet hat und von der lebhaften Wirtschaftsentwicklung in den Schwellenländern und in Südamerika anregende Effekte ausgehen.

In Japan belasten die Turbulenzen auf den Finanzmärkten und sinkende Immobilienpreise das Konjunkturklima. Investoren und Verbraucher halten sich angesichts der damit verbundenen Unsicherheit zurück. Nach dem Einbruch der wirtschaftlichen Aktivität im zweiten Quartal ist für den restlichen Verlauf des Jahres nur mit einem mäßigen Produktionsanstieg zu rechnen. Im Jahr 1993 wird jedoch aufgrund wirtschaftspolitischer Anregungen und der Kräftigung der Konjunktur in Nordamerika eine Belebung der Konjunktur eintreten. Insbesondere bei den öffentlichen Investitionen und im Wohnungsbau ist eine deutliche Zunahme zu erwarten. Der Anstieg des realen Bruttosozialprodukts wird 1993 wohl in der Größenordnung von 3 vH liegen nach 2 vH in diesem Jahr; er wird damit immer noch niedriger sein als das Wachstum des Produktionspotentials.

In Westeuropa dürfte sich die konjunkturelle Schwäche bis weit in das nächste Jahr hinein fortsetzen, vor allem weil sich die dämpfenden Einflüsse von der Geldpolitik nur allmählich verringern werden. Die Anlageinvestitionen werden bei weiterhin ungünstigen Absatz- und Gewinnaussichten auch im kommenden

Jahr zurückgehen. Beim privaten Verbrauch, der in vielen Ländern bis zuletzt noch vergleichsweise lebhaft expandierte, ist nur eine schwache Expansion zu erwarten, da die verfügbaren Einkommen deutlich langsamer steigen und die Haushalte auf die zunehmende Arbeitslosigkeit mit Konsumzurückhaltung reagieren werden. Die Exporte werden zwar durch die Belebung in den Vereinigten Staaten begünstigt, dämpfend wirkt aber, daß die westeuropäischen Währungen eine kräftige reale Aufwertung gegenüber dem Dollar erfahren haben.

1992 wird das reale Bruttoinlandsprodukt in Westeuropa wie schon im Vorjahr um nur 1 vH zunehmen, 1993 dürfte der Anstieg mit 1,5 vH nur wenig höher sein. Damit wird das Potentialwachstum bereits im dritten aufeinanderfolgenden Jahr merklich unterschritten.

In den Industrieländern insgesamt wird das Bruttoinlandsprodukt 1992 um etwa 1 1/4 vH steigen, 1993 dürfte die Zunahme 2 1/4 vH betragen. Die Expansion des Welthandels, der 1991 infolge des Abschwungs in den Industrieländern auf knapp 4 vH gesunken war, dürfte 1992 mit rund 5 vH etwas stärker ausfallen, nicht zuletzt wegen der kräftigen Wirtschaftsbelebung in vielen Entwicklungs- und Schwellenländern. 1993 ist mit einer Zunahme in der Größenordnung von 6 vH zu rechnen.

Die Inflation in den Industrieländern wird in diesem Jahr als Folge der ausgeprägten monetären Stabilisierungspolitik, die am Ende der achtziger Jahre einsetzte, auf 3,5 vH sinken. Der anhaltend scharfe Wettbewerb auf den Gütermärkten und die deutliche Verringerung des Lohnkostenanstiegs lassen für das Jahr 1993 eine nochmalige Verringerung erwarten. Am weitesten fortgeschritten ist die Preisniveaustabilisierung in Japan, wo mit einem Preisanstieg von 2 vH Stabilität fast erreicht wird. Dort haben auch die Kapitalmarktzinsen mit reichlich 5 vH einen relativ niedrigen Stand erreicht. Nachzügler im Stabilisierungsprozeß ist Westeuropa mit einem Anstieg der Konsumentenpreise von 4 vH in diesem Jahr und 3,5 vH im kommenden Jahr.

Die Lage in vielen mittel- und osteuropäischen Reformländern ist weiter unübersichtlich. Immerhin zeichnet sich für Ungarn, Polen und die ČSFR, wo die Transformation am weitesten vorangeschritten ist, die Chance einer Stabilisierung der gesamtwirtschaftlichen Produktion im kommenden Jahr ab. Zuerst dürfte es in Ungarn zu einer wirtschaftlichen Belebung kommen. Hier sind die Rahmenbedingungen derzeit insgesamt am günstigsten. Dies kommt auch darin zum Ausdruck, daß der überwiegende Teil der ausländischen Direktinvestitionen im osteuropäischen Raum bisher nach Ungarn geflossen ist. Die ČSFR, und hier vor allem der tschechische Landesteil, profitiert anscheinend besonders von der Nähe zu den westeuropäischen Märkten. Hinzu kommt, daß bei dem Wechselkurs der Tschechoslowakischen Krone Importe aus der ČSFR sehr billig sind. Dämpfend könnte sich aber die Unsicherheit über die politische Entwicklung des Landes auswirken. Für Polen nehmen die Zweifel an der wirtschaftspolitischen Kontinuität zu, was ebenfalls eine Belebung der wirtschaftlichen Aktivität behindern kann. Außerdem wird für den Zloty an einem Wechselkurs festgehalten, der die Währung im Vergleich zu denen Ungarns und der ČSFR deutlich überbewertet erscheinen läßt, so daß die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Polens relativ gering ist. Insgesamt erwarten wir, daß das Bruttoinlandspro-

dukt der drei Länder 1992 nochmals merklich unter dem Niveau des Vorjahres liegen wird; 1993 dürfte es zum ersten Mal seit 1989 nicht mehr sinken.

## Summary

### Slow Growth in the Industrial Countries

In the first half of 1992, the economic weakness in the industrial countries persisted. Real GDP increased at an annual rate of 1 p.c. Capacity utilization continued to fall, employment stagnated, and unemployment increased markedly in many countries. Consumer price inflation stayed at 3.5 p.c.

In western Europe, economic stagnation was largely due to the restrictive stance of monetary policy. In the United States, the recovery has not yet taken hold despite the fact that monetary authorities have eased their policy for quite a while. The Japanese central bank switched to an expansionary course as well, albeit later and less aggressively than the U. S. central bank. Until now, this has had no discernible effect on the still slowing economy. In the United States as well as in Japan, the correction of speculative bubbles on asset markets and high levels of corporate and household debt built up during the eighties are putting a drag on the growth of demand.

### *Conditions for Economic Growth not Unfavorable*

The recovery is likely to remain sluggish in the near term. Fiscal policy will dampen aggregate demand as many countries are striving for fiscal consolidation. Marked differences in monetary policies will persist with monetary strictness prevailing in western Europe and an expansionary stance in the United States and in Japan. In general, however, conditions for a renewed upswing are not bad. Inflation rates and wage cost pressures were considerably lower at the beginning of the present downturn compared to the beginning of the recession in the early eighties. Because the present downswing in general was not as deep as previous recessions and capacity utilization has remained relatively high we expect corporate investment to react relatively quickly to a revival of demand and production. Furthermore, investment is encouraged by the completion of the European Single Market, the creation of the European Economic Area and the adoption of the North American Free Trade Agreement. These strengthening factors will increasingly take effect as the dampening influences resulting from monetary and fiscal policy as well as from the debt problems and the fall of asset prices are fading.

### *Recovery in the United States*

Signs for a recovery in the United States are evident. The easing of monetary policy will more and more stimulate the economy. Following the consolidation in the banking sector, credit supply is tending upwards. This will put pressure on the spread between interest rates for loans and deposits thereby eliminating

an important barrier to the expansion of demand. At the same time, against the background of an improved outlook for employment and income, consumers are likely to step up credit demand somewhat.

In the second half of 1992, total production is expected to grow in line with potential output. In 1992 as a whole, GDP will increase by almost 2 p.c. For 1993, the growth rate is expected to amount to 3 p.c., somewhat higher than the growth rate of potential output. Investment will pick up markedly reflecting improved profits and rising orders. Despite small increases in real wages, private consumption will expand somewhat supported by gradually increasing employment. Although the continued sluggishness in other industrial countries weakens export demand, shipments abroad are likely to outpace growth in world trade due to the noticeable real devaluation of the dollar. Furthermore, strong growth in Latin America and in the newly industrializing economies will contribute to stimulate exports.

### *Gradual Recovery in Japan in 1993*

In Japan, consumers and investors remain cautious due to the uncertainty associated with the turmoil in financial markets and the steep fall of real estate prices. Following the setback in economic activity in the second quarter, production supposedly will increase only slightly in the later course of the year. For 1993, we expect the stimulating impacts of monetary and fiscal policy to take effect, and as the upswing in North America will gain momentum, a recovery will set in. Above all, public investment and residential construction are expected to rise markedly. GDP will presumably rise by some 3 p.c. in 1993; this is still somewhat lower than the growth rate of potential output.

### *Growth in Western Europe Remains Sluggish*

In western Europe, the dampening impact of monetary policy will subside only gradually and economic activity will still be subdued in 1993. As the outlook for sales and profits remains unfavourable, fixed investment is likely to shrink further next year. After having increased comparatively strong in many countries until recently, the expansion of private consumption will moderate considerably. Households will restrain purchases due to a much slower increase in disposable income and to rising unemployment. Exports are likely to be hampered by the strong real appreciation of the western European currencies vis-à-vis the dollar, an effect that will hardly be compensated by the upswing in the United States. In 1992 as in 1991, real GDP in western Europe is expected to grow by 1 p.c. Next year, the increase will be in the order of 1.5 p.c. falling short of the growth rate of potential output for the third consecutive year.

In the middle and eastern European countries the situation remains difficult. Yet, there is hope for a stabilization of total output in Hungary, Poland and Czechoslovakia next year. In those countries, the transformation to a market economy has made considerable progress. In total, we expect GDP of the three countries to shrink once again in 1992 though significantly less than in 1991. Next year, the decline in GDP which started in 1989 may come to a halt.

*Moderate Growth with Inflation Subsiding*

In 1992, GDP in the industrial countries together will rise by some 1 1/4 p.c. Next year, the increase will amount to 2 1/4 p.c. The expansion of world trade slowed down to 4 p.c. last year due to the recession in the industrial countries. In 1992, the expansion will accelerate somewhat to about 5 p.c. mainly as a result of strong growth in many developing and newly industrializing economies. Next year, world trade is likely to grow by about 6 p.c. The rise in consumer prices in the industrial countries will decline to 3 1/4 p.c. in 1992 as a consequence of the strict monetary policy that started at the end of the eighties. For 1993, we expect inflation to moderate further owing to strong competition in goods markets and a further reduction in wage increases.

**Literaturverzeichnis**

- NOMURA RESEARCH INSTITUTE, Quarterly Economic Review. Vol. 22, Nr. 3, Tokio 1992.  
OECD [a], Economic Outlook. Paris, Juni 1992.  
- [b], Main Economic Indicators. Paris, lfd. Jgg.  
- [c], Quarterly National Accounts. Paris, lfd. Jgg.  
PLANECON, PlanEcon Report. Washington, lfd. Jgg.  
SCHLOTE, Klaus W., „Konjunkturprogramme in Japan: Ankündigung und Realität“. Die Weltwirtschaft, 1988, H. 2, S. 63–79.