

Gern, Klaus-Jürgen; Schatz, Klaus-Werner; Scheide, Joachim; Solveen, Ralph

Article — Digitized Version

## Industrieländer: Konjunktur gewinnt an Fahrt

Die Weltwirtschaft

**Provided in Cooperation with:**

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

*Suggested Citation:* Gern, Klaus-Jürgen; Schatz, Klaus-Werner; Scheide, Joachim; Solveen, Ralph (1994) : Industrieländer: Konjunktur gewinnt an Fahrt, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 3, pp. 255-282

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/1617>

**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.*

# Industrieländer: Konjunktur gewinnt an Fahrt

Von Klaus-Jürgen Gern, Klaus-Werner Schatz, Joachim Scheide und Ralph Solveen

Die Lage der Weltwirtschaft hat sich im Verlauf dieses Jahres weiter verbessert. Produktion und Nachfrage stiegen in nahezu allen Industrieländern merklich (Schaubild 1). In Westeuropa nahm das reale Bruttoinlandsprodukt im ersten Halbjahr 1994 erheblich zu; nachdem die konjunkturelle Talsohle im vergangenen Jahr zunächst nur sehr zögernd verlassen worden war, erhöhte sich nunmehr erstmals seit 1990 die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung. In den meisten westeuropäischen Ländern hat die Arbeitslosigkeit stagniert, vereinzelt ist sie sogar gesunken. Die japanische Wirtschaft hat nun ebenfalls das Konjunkturtief überwunden. Freilich ist die Produktion bislang nur langsam ausgeweitet worden; wesentlicher Grund hierfür ist, daß die Aufwertung des Yen den Exportanstieg und die Investitionsneigung gedämpft hat. In den Vereinigten Staaten setzte sich der seit drei Jahren andauernde Aufschwung fort. Die Kapazitätsauslastung, die zu Beginn des Jahres in etwa ihren langjährigen Durchschnitt erreicht hatte, erhöhte sich nochmals, und die Arbeitslosigkeit ist zurückgegangen. Mit der sich verstärkenden Aufwärtsbewegung in den Industrieländern erhielt der Welthandel kräftige Impulse. Hinzu kam, daß sich die Expansion in vielen Entwicklungs- und Schwellenländern ungebremst fortsetzte. Weiterhin stark differenziert entwickelte sich die wirtschaftliche Lage in den mittel- und osteuropäischen Transformationsstaaten. Während die Produktion in vielen Ländern Mitteleuropas stieg, verzeichneten die Länder der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (GUS) einen nochmaligen Einbruch.

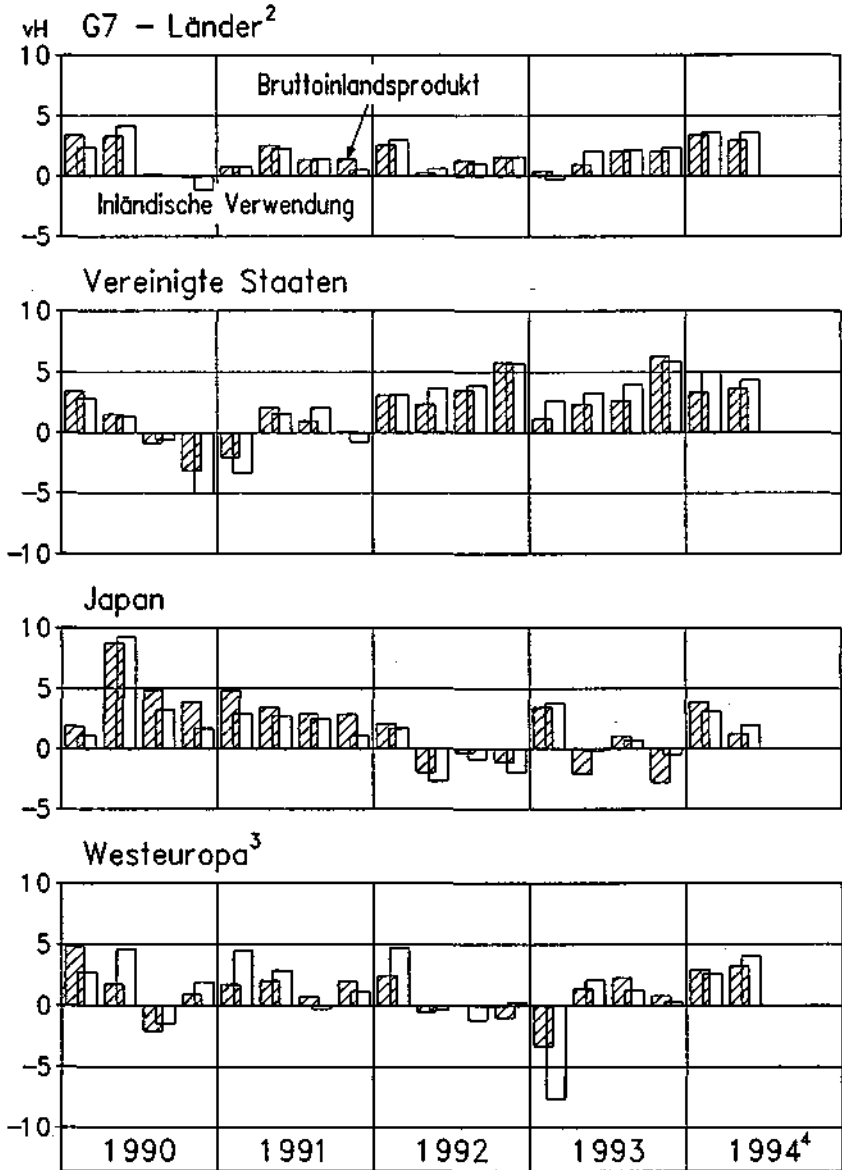
Nachdem die Erholung in den Industrieländern sich deutlich gefestigt hatte, wurden die kurzfristigen Zinsen im Sommer nur noch in wenigen Ländern – und dann auch nur geringfügig – gesenkt, vereinzelt wurden sie sogar angehoben. Eine Rolle spielte dabei, daß das Preisklima Anlaß für Besorgnis bietet. Unter dem Einfluß des weltweiten Aufschwungs zogen die Rohstoffnotierungen kräftig an. In vielen Ländern erhöhten sich die Produzentenpreise wieder, nachdem sie lange Zeit stagniert hatten oder zurückgegangen waren. Der Auftrieb der Verbraucherpreise hat im allgemeinen nicht mehr – wie noch zur Jahreswende 1993/94 – nachgelassen; die laufende Jahresrate beträgt seit dem Frühjahr unverändert rund 2,5 vH. Die langfristigen Zinsen sind markant gestiegen. Hierin spiegelt sich einerseits die deutliche Zunahme der Kapitalnachfrage wider, zu der es im Zuge der weltweiten Konjunkturerholung gekommen ist; die höheren Kapitalmarktzinsen signalisieren andererseits aber wohl auch, daß sich im Urteil der Marktteilnehmer das Risiko einer Inflationsbeschleunigung vergrößert hat.

## Fortgesetzter Aufschwung in den Vereinigten Staaten

Die Produktion in den Vereinigten Staaten ist im Verlauf dieses Jahres deutlich gestiegen. Im ersten Halbjahr 1994 nahm das reale Bruttoinlandsprodukt

Schaubild 1

# Produktionsentwicklung<sup>1</sup> in den großen Industrieländern



<sup>1</sup> Laufende Jahresrate in vH. - <sup>2</sup> Vereinigte Staaten, Japan, Kanada, Deutschland, Frankreich, Italien und Vereinigtes Königreich. - <sup>3</sup> Deutschland, Frankreich, Italien und Vereinigtes Königreich. - <sup>4</sup> Teilweise geschätzt.



mit einer laufenden Jahresrate von rund 3,5 vH zu. Dabei hat sich die Arbeitsmarktlage weiter spürbar gebessert. Die Zahl der Beschäftigten erhöhte sich um annähernd 3 vH (Jahresrate), und die Arbeitslosenquote ging nochmals zurück und erreichte 6 vH; sie ist damit so niedrig wie zur Zeit der Hochkonjunktur Ende der achtziger Jahre.

Der größte Teil des Produktionsanstiegs im ersten Halbjahr 1994 geht auf die ungewöhnlich starke Ausweitung der Lagerinvestitionen zurück. Es ist zu vermuten, daß der Lageraufbau weitgehend unfreiwillig war, da die Zunahme der Endnachfrage sich bereits merklich abgeschwächt hat. Die zu erwartende Korrektur bei den Dispositionen – der Lageraufbau dürfte sich merklich verlangsamen – wird sich im weiteren Verlauf des Jahres dämpfend auf die gesamtwirtschaftliche Aktivität auswirken. Damit zeichnet sich ab, daß sich die ungewöhnlich hohe Dynamik des vergangenen Jahres nicht mehr fortsetzt; die Expansion des realen Bruttoinlandsprodukts dürfte sich etwa auf das Tempo des Potentialwachstums verringern. Zuwachsraten von nahezu 5 vH, wie sie im Winterhalbjahr 1993/94 erreicht wurden, lassen sich bei der hohen Auslastung der Kapazitäten nicht längere Zeit aufrechterhalten. Zwar hat sich das Potentialwachstum wegen des kräftigen Investitionsanstiegs in den letzten Jahren etwas verstärkt, doch ging die Produktionszunahme in mehreren Quartalen weit darüber hinaus.

Die konjunkturelle Abflachung geht einher mit dem Anziehen der Zinsen. In der Folge ist die Bereitschaft der privaten Haushalte, sich für die Anschaffung dauerhafter Güter zu verschulden, zurückgegangen. Die Sparquote, die zuvor auf ein sehr niedriges Niveau gefallen war, hat sich zuletzt wieder etwas erhöht; dies und das leicht verschlechterte Konsumklima deuten darauf hin, daß die Verbraucher die wirtschaftlichen Aussichten zurückhaltender beurteilen. Die Hypothekenzinsen übertreffen ihren Tiefstand von Ende 1993 um zwei Prozentpunkte; dies hat die Wohnungsbaunachfrage bereits deutlich gedämpft. Auch die Zunahme der Ausrüstungsinvestitionen, die im vergangenen Jahr mit Raten von reichlich 15 vH sehr hoch gewesen war, verlor an Dynamik. Die Auftrags-eingänge bei den Herstellern von Investitionsgütern haben sich seit einigen Monaten nur noch wenig erhöht. Während das Expansionstempo bei den meisten Komponenten der Inlandsnachfrage nachließ, verstärkten sich im Verlauf des Jahres die Impulse aus dem Ausland. Mit der konjunkturellen Erholung in Westeuropa und dem Abklingen der Rezession in Japan haben die Ausfuhren an Fahrt gewonnen; die Warenexporte lagen im Sommer 1994 um rund 10 vH über dem Niveau im Vorjahr. Im vergangenen Jahr waren die Exporte hauptsächlich durch den Aufschwung in Kanada, das mit einem Exportanteil von rund 20 vH ebenso bedeutend ist wie Westeuropa insgesamt, und durch das kräftige Wachstum in Lateinamerika und in Fernost gestützt worden.

Im Sommer dieses Jahres hat sich das Preisklima etwas verschlechtert. Umfragen zeigen, daß die Preiserwartungen der Unternehmen und der privaten Haushalte mehr und mehr nach oben gerichtet sind. Nachdem der Preisauftrieb bis zum Frühjahr leicht nachgelassen hatte, zogen die Verbraucherpreise etwas rascher an; gleichwohl blieb der Anstieg mit knapp 3 vH (laufende Jahresrate) mäßig. Die Erzeugerpreise erhöhten sich zuletzt deutlich, nachdem sie bis zum Frühsommer stagniert hatten. Hier machte sich die Hausse auf den Rohstoffmärkten bemerkbar.

## Leichte Belebung in Japan

In Japan hat sich die konjunkturelle Lage im bisherigen Verlauf des Jahres 1994 etwas verbessert. In der Industrie stieg die Produktion deutlich; sie war im Sommer rund 2,5 vH höher als auf ihrem Tiefstand im vierten Quartal des vergangenen Jahres. Noch stärker nahm der Absatz zu, so daß die Lagerbestände beträchtlich reduziert wurden. Das Bruttoinlandsprodukt expandierte im ersten Halbjahr gegenüber dem Niveau im zweiten Halbjahr des vergangenen Jahres mit einer laufenden Jahresrate von rund 1,5 vH. Damit hat sich die gesamtwirtschaftliche Produktion zum ersten Mal seit zwei Jahren wieder spürbar erhöht; das Tempo der Erholung reichte freilich nicht aus, um die Auslastung der Kapazitäten in der Gesamtwirtschaft zu verbessern.

Kräftig gestiegen – mit einer laufenden Jahresrate von etwa 4 vH – ist der private Verbrauch. Insbesondere der Absatz langlebiger Verbrauchsgüter, der drei Jahre lang sehr schwach war, zog deutlich an. Zwar nahmen die Arbeitseinkommen nur wenig zu. Im Februar ist aber eine Einkommensteuersenkung in der Größenordnung von knapp 1,5 vH des Bruttoinlandsprodukts beschlossen worden, die die verfügbaren Einkommen beträchtlich erhöht. Auch hat sich die Sparquote verringert, nachdem die privaten Haushalte deutliche Fortschritte bei der finanziellen Konsolidierung gemacht haben, zu der sie durch den Fall der Aktienkurse und der Preise für Immobilien am Beginn der neunziger Jahre gezwungen worden waren. Stützend wirkten zudem die niedrigen Zinsen und das stabile Preisniveau. Bei langlebigen Konsumgütern ist es verbreitet sogar zu Preissenkungen gekommen. Die Investitionen haben hingegen weiter abgenommen. Zwar wurden die öffentlichen Investitionen im Zuge der Umsetzung der Konjunkturpakete nochmals ausgeweitet. Die Unternehmen setzten aber die Kürzungen bei ihren Investitionen fort; sie sind nunmehr fast 20 vH niedriger als bei ihrem Höchststand im Sommer 1991. Die Exporte sind nach dem starken Rückgang im zweiten Halbjahr 1993 wieder merklich gestiegen. Ausschlaggebend war die kräftige Expansion in wichtigen Auslandsmärkten, vor allem in Asien und in den Vereinigten Staaten. Dabei haben die japanischen Produzenten vor dem Hintergrund der beträchtlichen Aufwertung freilich geringere Gewinnmargen hingenommen. Im Verlauf dieses Jahres erhöhte sich der Wert des Yen nochmals spürbar. Seit Herbst 1992 hat er sich real und effektiv um nunmehr fast 40 vH aufgewertet. Die Einfuhren wurden kräftig ausgedehnt; in realer Rechnung verringerte sich der Außenhandelsüberschuß merklich. Gleichwohl stieg der Überschuß in der Leistungsbilanz (in Dollar gerechnet) aufgrund der Wechselkursveränderungen erneut leicht an.

Bei geringer Kapazitätsauslastung und rückläufigen Importpreisen hat sich die Tendenz zu sinkenden Preisen auf vielen Märkten fortgesetzt. Die Großhandelspreise sind weiter gefallen, auch Dienstleistungen wurden billiger. Der Anstieg bei den Verbraucherpreisen ist zum Stillstand gekommen. Zuletzt lagen sie sogar etwas unter dem Niveau im gleichen Vorjahreszeitraum. Hier ist freilich bedeutsam, daß die Nahrungsmittelpreise im vergangenen Jahr wegen ungünstiger Witterung sehr stark gestiegen waren. Rechnet man die Nahrungsmittel heraus, ergibt sich ein geringfügig höheres Preisniveau als im Sommer vorigen Jahres.

Die Zahl der Beschäftigten stagniert in der Tendenz seit eineinhalb Jahren. Die Arbeitslosenquote stieg auf 3 vH. Daß sie trotz der langanhaltenden Rezession nicht stärker zugenommen hat und im internationalen Vergleich weiterhin sehr niedrig ist, liegt zum einen daran, daß sich viele Arbeitnehmer in die sogenannte stille Reserve zurückgezogen haben. Zum anderen ist die Anpassung der Beschäftigtenzahl in der Rezession vor allem bei den großen Unternehmen in Japan wesentlich weniger ausgeprägt als in den meisten anderen Industrieländern. Dieses für Japan typische Verhalten führte freilich dazu, daß die Lohnstückkosten in der Industrie mit rund 20 vH seit Beginn der Rezession vergleichsweise stark gestiegen sind.

### Konjunkturelle Erholung in Westeuropa

In Westeuropa hat sich die konjunkturelle Erholung, die im zweiten Halbjahr 1993 begann, fortgesetzt. Hauptstütze war eine deutliche Expansion der Ausfuhr. Hierbei profitierten die europäischen Exporteure besonders von der steigenden Nachfrage aus den Vereinigten Staaten und Kanada – in diesen Ländern hatte der Aufschwung schon wesentlich früher eingesetzt – und aus den Ländern Südostasiens und Lateinamerikas. Relativ schwach dagegen blieb in den meisten Ländern die Inlandsnachfrage. Der private Konsum wurde im allgemeinen nur mäßig ausgeweitet. Die Investitionstätigkeit hat sich nach ihrem starken Rückgang im letzten Jahr in den meisten Staaten stabilisiert. Hier wirkten sich bessere Gewinnerwartungen infolge der zunehmenden Nachfrage und der gesunkenen Kosten positiv aus. Der Preisauftrieb hat gegenüber dem zweiten Halbjahr 1993 geringfügig nachgelassen. Zuletzt erhöhten sich die Verbraucherpreise in Westeuropa insgesamt mit einer laufenden Rate von knapp 3 vH. Die Zahl der Arbeitslosen blieb unverändert hoch, die Arbeitslosenquote beläuft sich auf reichlich 11 vH.

In Frankreich hat sich in diesem Jahr die konjunkturelle Erholung gefestigt. Das Bruttoinlandsprodukt stieg mit einer laufenden Jahresrate von knapp 3,5 vH. Maßgeblich hierfür war – wie es für diese Phase des Konjunkturzyklus typisch ist –, daß die Unternehmen die Lagerbestände nicht mehr nennenswert reduzierten. Auch die Investitionstätigkeit begann sich zu beleben. Gründe hierfür waren die niedrigen Zinsen und die sich verbessernden Gewinnaussichten aufgrund zurückgehender Kosten und optimistischerer Absatzerwartungen. Der private Konsum expandierte leicht. Hierfür war maßgeblich, daß die real verfügbaren Einkommen leicht zunahmen und die Sparquote zurückging. Hinzu kam, daß aufgrund der vorübergehend gewährten Subventionen viele Käufe von Neuwagen vorgezogen wurden. Die Verbesserung des Konsumklimas war hauptsächlich eine Folge der Stabilisierung der Lage am Arbeitsmarkt. Der Anstieg der Arbeitslosigkeit hat sich stetig verlangsamt und ist zuletzt zum Stillstand gekommen; die Arbeitslosenquote beträgt nun reichlich 12,5 vH. Die Zahl der Beschäftigten hat sich seit Beginn des Jahres sogar leicht erhöht. Die Exporte sind weiter spürbar ausgeweitet worden. Aufgrund der sich wieder belebenden Inlandsnachfrage nahmen die Importe beschleunigt zu. Der Leistungsbilanzüberschuß verringerte sich etwas. Der Preisauftrieb blieb im bisheri-

gen Verlauf des Jahres auf dem niedrigen Niveau von reichlich 1,5 vH. Ursächlich hierfür ist wohl, daß infolge der moderaten Lohnabschlüsse der Kostendruck gering war und angesichts der niedrigen Kapazitätsauslastung der Wirtschaft die Preiserhöhungsspielräume eng blieben.

Auch in *Italien* hat sich die Wirtschaft aus der Rezession gelöst. Die wirtschaftliche Tätigkeit nahm in der ersten Hälfte dieses Jahres mit einer laufenden Jahresrate von reichlich 1 vH zu. Ausschlaggebend war, daß die Ausfuhren weiterhin stark expandierten. Dabei profitierten die Exporteure neben dem nach wie vor bestehenden Wettbewerbsvorteil infolge der schwachen Lira vom Aufschwung in Westeuropa. Die Inlandsnachfrage hat sich nach dem deutlichen Rückgang im Verlauf des letzten Jahres stabilisiert. Der private Konsum erhöhte sich geringfügig. Zwar gingen die real verfügbaren Einkommen zurück, da Abgaben erhöht wurden, die Beschäftigung sank und die Reallöhne fielen. Doch wurde die Sparquote verringert, und Umfragen zeigen, daß sich die Stimmung bei den Verbrauchern aufgehellt hat. Die Investitionen wurden leicht ausgeweitet, da sich Absatz- und Ertragsersparungen verbessert haben und – vor allem bei den Exportunternehmen – die Kapazitäten höher ausgelastet waren. Die Arbeitslosigkeit ist nochmals gestiegen, wenn auch mit deutlich verringertem Tempo. Die Arbeitslosenquote beträgt derzeit rund 11,5 vH. Bei der Inflation zeichnet sich eine Wende ab. Die laufende Jahresrate hat sich seit Beginn des Jahres von knapp 3,5 vH auf reichlich 4 vH erhöht. Im Vorjahresvergleich ist die Inflationsrate hingegen weiter auf zuletzt reichlich 3,5 vH gefallen.

Im *Vereinigten Königreich* hat sich der seit Mitte 1992 anhaltende Aufschwung fortgesetzt. Das Bruttoinlandsprodukt expandierte im ersten Halbjahr 1994 mit einer laufenden Jahresrate von reichlich 3,5 vH. Diese Aufwärtsbewegung wurde weiterhin hauptsächlich vom privaten Konsum getragen. Zwar dämpften die Anfang April wirksam gewordenen Abgabenerhöhungen. Angeregt wurde der private Verbrauch aber durch die wieder deutlich gestiegenen Reallöhne und das sich auch aufgrund der zurückgehenden Arbeitslosigkeit verbessernde Konsumklima. Im Gegensatz zum Vorjahr nehmen nun die Investitionen ebenfalls erheblich zu. Ausschlaggebend hierfür sind wohl die größere Kapazitätsauslastung, nochmals verbesserte Absatz- und Ertragsersparungen und die weiterhin niedrigen Finanzierungskosten. Die Ausfuhren wurden – begünstigt durch die konjunkturelle Erholung in Westeuropa und die anhaltend kräftige Nachfrage aus Nordamerika – beschleunigt ausgeweitet. Auf dem Arbeitsmarkt hat sich die Lage verbessert. Die Zahl der Beschäftigten hat sich nach dem starken Rückgang während der letzten drei Jahre stabilisiert. Seit Anfang des Jahres fiel die Zahl der Arbeitslosen um knapp 200 000; die Arbeitslosenquote sank auf nun 9,3 vH. Die Inflationsrate schwankt im Vorjahresvergleich um einen Wert von 2,5 vH.

Auch in den anderen Staaten Westeuropas war die Konjunktur deutlich aufwärts gerichtet; Triebkraft war im allgemeinen die Ausfuhr, die kräftig expandierte. Dies gilt insbesondere für die Länder, deren Währungen sich seit Herbst 1992 deutlich abgewertet haben. Hier hat sich der Anstieg der Industrieproduktion beträchtlich verstärkt. In Schweden und Finnland sind die Kapazitäten in vielen Industriebereichen voll ausgelastet, in Spanien stößt vor allem das Touris-

musgewerbe an Kapazitätsgrenzen. Infolge der Anstöße vom Export und der Lockerung der Geldpolitik haben sich nunmehr in den meisten Ländern Investitionsneigung und Verbrauchervertrauen erhöht, und auch die Inlandsnachfrage nimmt allmählich zu. Während in Dänemark und in Norwegen finanzpolitische Impulse zu einem kräftigen Anstieg des privaten Verbrauchs beitrugen, wirkte die Finanzpolitik in anderen Ländern – z. B. in den Niederlanden und in Belgien – eher dämpfend. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt hat sich weitgehend stabilisiert, in vielen Ländern nahm die Zahl der Beschäftigten sogar schon zu.

### Licht und Schatten in Mittel- und Osteuropa

Im ersten Halbjahr 1994 verlief die wirtschaftliche Entwicklung in den einzelnen Ländern Mittel- und Osteuropas wiederum sehr unterschiedlich; insgesamt ist die Produktion in der Region nochmals deutlich geschrumpft (Tabelle 1). Ausschlaggebend hierfür war, daß das Bruttoinlandsprodukt in den Ländern der GUS kräftig zurückging. Die gesamtwirtschaftliche Produktion war nach offiziellen Schätzungen im ersten Halbjahr in Rußland um 17 vH, in der Ukraine um 26 vH und in Weißrußland sogar um 31 vH niedriger als im entsprechenden Vorjahreszeitraum. Hingegen scheint in den mitteleuropäischen Reformstaaten der Tiefpunkt der Anpassungskrise durchschritten zu sein; im allgemeinen nahm die Produktion spürbar zu.

Die wirtschaftliche Lage in Rußland ist weiterhin desolat. Zu dem erneuten Produktionseinbruch hat beigetragen, daß die Notenbank, um der galoppieren-

Tabelle 1 – Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in mittel- und osteuropäischen Ländern 1993–1995 (Vorjahresvergleich in vH)

	Bruttoinlandsprodukt			Verbraucherpreise			Arbeitslosenquote <sup>1</sup>		
	1993	1994 <sup>2</sup>	1995 <sup>2</sup>	1993	1994 <sup>2</sup>	1995 <sup>2</sup>	1993	1994 <sup>2</sup>	1995 <sup>2</sup>
Bulgarien .....	-4,0	0	2	64	65	50	16,3	17	18
Polen .....	4,0	5	5	37	30	25	16,4	17	15
Rumänien .....	1,0	-2	0	295	250	200	10,2	12	14
Slowakei .....	-4,1	0	3	23	15	12	14,4	15	15
Tschechische Republik .....	-0,3	4	5	21	10	8	3,5	4	4
Ungarn .....	-1,0	2	3	23	20	15	12,2	11	10
Ausgewählte Länder der GUS									
Rußland .....	-12	-15	-5	900	350	500	-	-	-
Ukraine .....	-20	-20	-8	3 500	1 000	1 000	-	-	-
Weißrußland .....	-8	-25	-10	1 600	2 200	1 500	-	-	-

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

Quelle: OECD [a]; eigene Schätzungen.



den Inflation Herr zu werden, ihre Kreditvergabe restriktiver gestaltet hat als im vergangenen Jahr. Viele Unternehmen mußten die Produktion drastisch reduzieren, weil sie Rohstoffe und Vorprodukte nicht bezahlen konnten. Das Anziehen der monetären Zügel bewirkt zwar zunächst eine weitere Schrumpfung der Wirtschaft, ist aber unverzichtbare Voraussetzung für eine nachhaltige Erholung der wirtschaftlichen Aktivität. Die Aussichten, daß die Inflation auf dem im Sommer erreichten Niveau von rund 5 vH pro Monat gehalten wird, sind freilich gering, da die Geldpolitik zuletzt wieder gelockert worden ist. Dahinter steht – neben dem Versuch, die Produktion zu stabilisieren – der Finanzbedarf des Staates, der überwiegend durch vergünstigte Zentralbankkredite finanziert wird. Die Zahl der Beschäftigten ist trotz des erheblichen Rückgangs der gesamtwirtschaftlichen Produktion nur wenig gesunken, die Arbeitslosenquote nach offizieller Statistik niedrig (1,5 vH am Ende des Jahres 1993). Verschiedene Schätzungen ergeben aber wesentlich höhere Quoten [DIW et al., 1994].<sup>1</sup> Ein Ende der wirtschaftlichen Talfahrt ist bei den bestehenden Rahmenbedingungen, insbesondere der weiterhin wenig verlässlichen Wirtschaftspolitik, nicht abzusehen.

In den meisten mitteleuropäischen Reformländern sind bereits im vergangenen Jahr – in Polen sogar schon 1992 – Auftriebskräfte sichtbar geworden, im Laufe dieses Jahres haben sie sich verstärkt. Dabei sind zuletzt auch die Investitionen gestiegen, nachdem zunächst überwiegend der private Verbrauch ausgeweitet worden war. Zudem gingen von den Exporten vermehrt Impulse aus; im vergangenen Jahr waren in einigen Ländern (besonders ausgeprägt in Ungarn und in Slowenien) erhebliche Defizite im Außenhandel entstanden, weil die Exporte mit den im Zuge der lebhaften Inlandsnachfrage kräftig expandierenden Importen nicht Schritt halten konnten. Im allgemeinen sind die Defizite im Staatshaushalt beträchtlich (eine Ausnahme ist insbesondere die Tschechische Republik), und die Rückführung der Inflationsrate kommt nur langsam voran. Alles in allem sind die Stabilitätsrisiken aber kalkulierbar. Dafür spricht, daß der Zufluß an ausländischem Kapital in die Länder Zentraleuropas anhielt. Das zunehmende Engagement westlicher Produzenten zeigt, daß das Vertrauen in die Reformländer steigt, und mit dem inkorporierten Know-how verbessern sich die mittelfristigen Wachstumsperspektiven. Wichtig für die weitere Entwicklung ist, daß die Lohnzuwächse moderat bleiben, damit die Länder in Mitteleuropa ihre Attraktivität für in- und ausländische Investoren bewahren.

### **Weltweiter Zinsanstieg – Nur Reflex der verbesserten Konjunktur?**

Seit der Jahreswende 1993/94 sind die Kapitalmarktzinsen weltweit deutlich gestiegen. Im Durchschnitt waren die langfristigen Zinsen im Spätsommer 1994

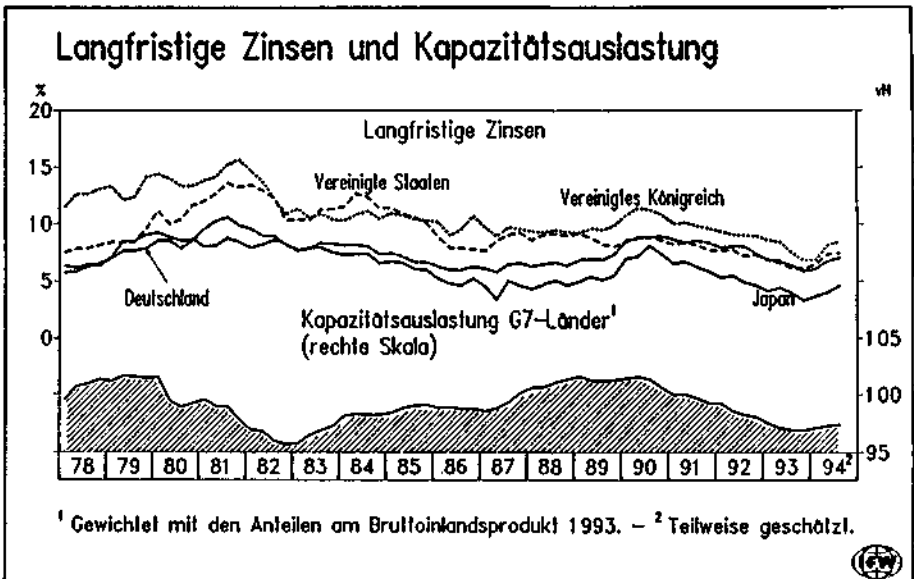
<sup>1</sup> So beträgt die Arbeitslosenquote am Jahresende 1993 nach einer Schätzung gemäß den Konventionen der Internationalen Arbeitsorganisation (ILO) 5,5 vH. Berücksichtigt man, daß eine beträchtliche Zahl von Arbeitnehmern in einem Beschäftigungsverhältnis steht, obwohl die Arbeitszeit auf null reduziert ist und auch keine Bezahlung erfolgt – auf diese Weise stehen den Betroffenen weiterhin soziale Einrichtungen der Unternehmen zur Verfügung –, liegt die Arbeitslosigkeit wohl eher bei 12 vH der Erwerbspersonen.

um rund zwei Prozentpunkte höher als im Tiefpunkt des jüngsten Zinszyklus. Aus dieser Wende wird vielfach abgeleitet, daß der konjunkturelle Aufschwung in den Industrieländern schon bald gedämpft werden könnte. Auch wird diskutiert, ob sich einzelne Länder vom Trend auf den Weltkapitalmärkten abkoppeln können. Um dies zu beurteilen, ist zu prüfen, aus welchen Gründen die langfristigen Zinsen anzogen. Denn es ist von Bedeutung, ob der Zinsanstieg real bedingt ist oder ob er die Erwartung höherer Inflation reflektiert.

Die langfristigen Zinssätze spiegeln Angebot und Nachfrage auf dem Kapitalmarkt wider. Dabei werden die Knappheitsrelationen von mehreren Faktoren beeinflusst. So steigen die Zinsen tendenziell, wenn infolge einer durchgreifenden Verbesserung der Konjunktur die Investitionsbereitschaft zunimmt und sich die Kapitalnachfrage – im Vergleich zum Kapitalangebot – erhöht. Dies führt typischerweise zu Beginn eines Aufschwungs zu einem Anstieg des Realzinses und – bei unveränderten Inflationserwartungen – auch des Nominalzinses. In den letzten Jahren sind die Kapitalmärkte weltweit liberalisiert worden, so daß man von einem einheitlichen Weltkapitalmarkt sprechen kann. Die Tatsache, daß die langfristigen Zinsen in allen Industrieländern gestiegen sind, ist ein Indiz für diese Integration der Märkte. Ein Anstieg des Nominalzinses kann aber auch die Erwartung der Marktteilnehmer widerspiegeln, daß die Geldpolitik zu einer Beschleunigung der Inflation führt.

In der Vergangenheit wiesen die langfristigen Zinsen in Industrieländern deutliche Trendbewegungen auf (Schaubild 2); diese scheinen maßgeblich durch die entsprechende Inflationsentwicklung bestimmt gewesen zu sein. So stiegen die Zinsen Ende der siebziger Jahre bis zum Jahr 1981 an, als auch die Inflation

Schaubild 2



in allen Industrieländern anzog. Dem folgte – weitgehend parallel zur Inflationsberuhigung – ein langanhaltender Rückgang; dieser lief gegen Ende der achtziger Jahre aus, als sich die Inflation beschleunigte. Mit Beginn der neunziger Jahre setzte erneut ein Zinsrückgang ein, der Preisauftrieb gab wieder nach. Zuletzt waren die langfristigen Zinsen – ebenso wie die Inflationsraten – deutlich niedriger als Anfang der achtziger Jahre, und mit der Konvergenz der Preissteigerungsraten haben sich auch die Zinsdifferenzen zwischen den Ländern vermindert. Seit der Jahreswende 1993/94 sind die langfristigen Zinsen weltweit wieder gestiegen. Welcher Einfluß dabei dominiert hat, ob sich der Realzins erhöht hat oder ob sich die Inflationsbefürchtungen verstärkt haben oder ob beide Faktoren wichtig waren, läßt sich nicht eindeutig klären, denn man kann die Inflationserwartungen nicht beobachten und folglich auch den Realzins nicht messen.

Bedeutsam sind die kurzfristigen Bewegungen der Zinsen in der Nähe von konjunkturellen Wendepunkten; sie lassen wohl eher auf Veränderungen des Realzinses schließen. Für einen Anstieg des Realzinses in jüngster Zeit spricht, daß sich im Winterhalbjahr 1993/94 die Konjunktur weltweit spürbar belebt hat. In den Vereinigten Staaten erhöhte sich das Bruttoinlandsprodukt außerordentlich kräftig, und auch in den Ländern, deren Wirtschaft zuvor nur schwach expandiert (Kontinentaleuropa) oder gar stagniert hatte (Japan), belebten sich Produktion und Nachfrage deutlich. Daß in einer solchen konjunkturellen Situation die Realzinsen – und damit auch die Nominalzinsen – anziehen, ist nicht ungewöhnlich; dies war auch in der konjunkturellen Wende im Jahr 1983 der Fall.

Zu Veränderungen des Realzinses kommt es dann, wenn die Kapitalnachfrage sich weltweit erhöht; entscheidend ist nicht die Kapitalnachfrage eines einzelnen Landes. Dies zeigte sich in der jüngsten Zeit. Die langfristigen Zinsen stiegen erst an, nachdem die Konjunktur in nahezu allen großen Industrieländern Tritt gefaßt hatte. So erreichte die Kapazitätsauslastung in den G7-Ländern im Herbst 1993 ihren Tiefstand; seitdem nimmt sie leicht zu. Zu derselben Parallelität zwischen Auslastung und langfristigen Zinsen kam es im Jahr 1983. Für die Bedeutung der Weltkonjunktur als Erklärungsfaktor spricht ebenfalls, daß die langfristigen Zinsen in den Vereinigten Staaten noch bis Ende 1993 zurückgingen, obwohl der Aufschwung dort bereits zwei Jahre andauerte; auch im Vereinigten Königreich sanken die langfristigen Zinsen noch eine Zeitlang trotz der Erholung. Umgekehrt kann man derzeit beobachten, daß die langfristigen Zinsen auch in Japan steigen, obwohl dort die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung sogar noch abnimmt. Diese Parallelität weist darauf hin, daß sich ein Land einem weltweiten Anstieg des Realzinses nicht entziehen kann. Solche Vermutungen über den Realzins sind vereinbar mit der Entwicklung indexierter Anleihen im Vereinigten Königreich.<sup>2</sup> Deren Rendite ist eine gute Approximation für

<sup>2</sup> In anderen wichtigen Industrieländern gibt es solche indexierten Anleihen nicht.

den Realzins, da diese Anleihen einen Inflationsausgleich garantieren.<sup>3</sup> Die Rendite zog erst zur Jahreswende 1993/94 an und nicht etwa parallel zur Besserung der Konjunktur im Vereinigten Königreich; sie hat sich im Verlauf dieses Jahres um rund einen Prozentpunkt erhöht.

Der Realzins ist ein Preis wie jeder andere, und seine Änderungen haben eine stabilisierende Wirkung auf die wirtschaftliche Aktivität. Ein Anstieg des Realzinses zeigt eine Veränderung der Knappheitsverhältnisse am Weltkapitalmarkt an, und er mobilisiert die Ersparnisse, die erforderlich sind, um die zusätzlichen Investitionen zu finanzieren. Er ist somit für sich genommen kein Hindernis für den Fortgang des Aufschwungs in den Industrieländern. Allerdings erschwert der höhere Realzins eine rasche Erholung in denjenigen Ländern, in denen sich die Sachkapitalrendite noch nicht-oder erst wenig erhöht hat. Da die Rentabilitätsschwelle durch den Zinsanstieg angehoben ist, wird die Investitionstätigkeit in solchen Ländern gedämpft. Dies dürfte beispielsweise in Japan der Fall sein; dort waren die Bemühungen um Rationalisierung noch nicht durchgreifend erfolgreich. Es ist zwar ein Nachteil für das betreffende Land; doch für die Weltwirtschaft insgesamt ist es von Vorteil, denn auf diese Weise wird sichergestellt, daß das knappe Kapital dort eingesetzt wird, wo es den höchsten Ertrag verspricht.

Ein Konjunkturaufschwung ist nicht notwendigerweise verbunden mit einer Zunahme der Inflation oder der Inflationserwartungen. So ist es auch nicht zwangsläufig, daß die Nominalzinsen im Aufschwung rascher steigen als die Realzinsen. Die Bewegungen des Realzinses haben realwirtschaftliche Ursachen, während die Preisniveauentwicklung und damit auch die Inflationserwartungen maßgeblich vom Kurs der Geldpolitik abhängen. In früheren Aufschwungsphasen war es allerdings meist so, daß sich die Inflation eine gewisse Zeit nach Einsetzen des Aufschwungs beschleunigte, weil die Notenbanken ihren expansiven Kurs zu lange beibehielten. Diese Gefahr wird derzeit auch gesehen, zumindest für einige Industrieländer. In den Vereinigten Staaten wurden die kurzfristigen Zinsen, die die Notenbank maßgeblich beeinflußt, lange Zeit sehr niedrig gehalten. In der Bundesrepublik Deutschland wurden im Jahr 1994 die kurzfristigen Zinsen noch gesenkt, als das Geldmengenwachstum über das Ziel hinausschoß und auf eine mögliche Beschleunigung des Preisauftriebs hindeutete.<sup>4</sup> Auch in einer Reihe anderer westeuropäischer Länder waren die Anstöße seitens der Geldpolitik erheblich. Dafür, daß die Geldpolitik zu stark gelockert wurde, um mit einer anhaltend niedrigen Inflation vereinbar zu sein, spricht die Tatsache, daß sich der Abstand der Nominalzinsen zum Realzins, gemessen an der oben erwähnten Rendite auf indexierte Anleihen, nahezu überall vergrößert hat.

---

<sup>3</sup> Bei diesen Anleihen wird zusätzlich zum festen Coupon ein variabler Aufschlag gezahlt, der sich nach dem Anstieg der Einzelhandelspreise im Vereinigten Königreich bemißt [Barro, 1993, S. 181 f.]. Wegen der hohen Integration der Weltkapitalmärkte und der engen Substitutionsbeziehungen zu anderen Anleihen kann man von der Entwicklung dieses Realzinses auf den Realzins bei gewöhnlichen Anleihen schließen.

<sup>4</sup> Vgl. die Analyse bei Krämer, Scheide [1994], die auf die Inflationsgefahren hinweisen.

Offenbar wird an den Märkten ein Anstieg der Inflationsraten in den Industrieländern gegenüber dem niedrigen Niveau in diesem Jahr erwartet.

Unterschiedliche Inflationserwartungen dürften der wichtigste Grund dafür sein, daß die Nominalzinsen zwischen den einzelnen Ländern divergieren. Für die Vergangenheit zeigt sich, daß sich tatsächliche Inflationsrate und Nominalzinsen über einen längeren Zeitraum ähnlich entwickeln. Auf die kurze Sicht gibt es freilich erhebliche Unterschiede zwischen Nominalzinsdifferenzen und Inflationsdifferenzen (Schaubild 3).<sup>5</sup> Auf die Nominalzinsen wirken offenbar noch andere Faktoren ein, deren Bedeutung sich allerdings schwer abschätzen läßt. So folgt aus empirischen Untersuchungen, daß Zinsen eine Risikoprämie enthalten, die im Zeitablauf variieren kann. Solche Risiken können sich beispielsweise auf die künftige Wirtschaftspolitik beziehen.

Auch Änderungen der Notenbankpolitik können auf kurze Sicht einen Einfluß auf die Kapitalmarktzinsen haben, denn bei den Entscheidungen der Kreditnehmer spielen Erwartungen über die kurzfristigen Zinsen eine Rolle. Im Verlauf dieses Jahres haben sich die Einschätzungen bezüglich der Geldpolitik geändert. War zu Beginn des Jahres zumeist noch damit gerechnet worden, daß die Notenbanken ihre Zinsen fortgesetzt senken werden, ist dies nun nicht mehr der Fall; beispielsweise waren zuletzt die für das Jahresende 1994 erwarteten kurzfristigen Zinsen um mindestens einen Prozentpunkt höher als noch zu Jahresanfang. Solche Einflußfaktoren verlieren auf mittlere Sicht an Bedeutung, so daß der langfristige Zins auf den jeweiligen Märkten letztlich vom – weltweit determinierten – Realzins und von den – von Land zu Land unterschiedlichen – Inflationserwartungen bestimmt wird.

Am Realzins können die Notenbanken nichts ändern.<sup>6</sup> Ein Land kann sich von dem Trend der langfristigen Zinsen im Ausland nur lösen, wenn es der heimischen Geldpolitik gelingt, die Inflationserwartungen niedriger als im Ausland zu halten. Ein Abkoppeln wird nicht, wie vielerorts behauptet wird, durch Leitzinssenkungen erreicht, sondern allein durch eine stabilitätsorientierte Geldpolitik. Die Unterschiede in der Ausrichtung der Geldpolitik der einzelnen Länder werden sich, wenn sie von Dauer sind, in der Entwicklung der jeweiligen langfristigen Zinsen niederschlagen. So ist beispielsweise für Frankreich und Japan damit zu rechnen, daß der Preisanstieg moderat bleibt [Gern et al., 1994a]; damit dürften die langfristigen Zinsen in diesen Ländern vergleichsweise niedrig sein.

### **Finanzpolitik: Ausgeprägter Konsolidierungsbedarf . . .**

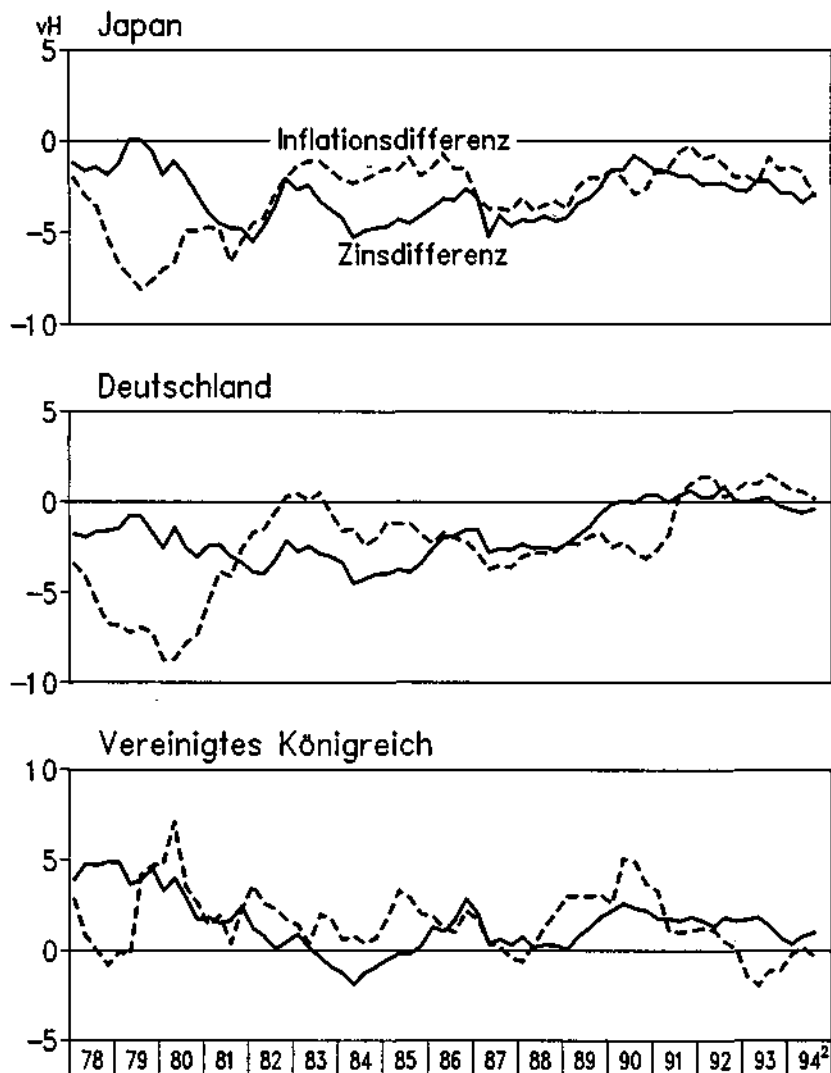
In den Industrieländern hat sich die Lage der öffentlichen Haushalte in der zurückliegenden Rezession deutlich verschlechtert. Das Defizit des Staates (einschließlich Sozialversicherung) in Relation zum Bruttoinlandsprodukt erhöhte

<sup>5</sup> Ein Grund kann sein, daß es auf kurze Sicht Überraschungen hinsichtlich der Inflation gibt.

<sup>6</sup> Dies besagt nicht, daß das Realzinsniveau unveränderlich ist. Wenn beispielsweise die Wirtschaftspolitik darauf hinwirkt, daß die Ersparnis weltweit zunimmt, könnte der Realzins bei gleich hoher Kapitalnachfrage sinken.

Schaubild 3

# Zins- und Inflationsdifferenz<sup>1</sup> zu den Vereinigten Staaten



<sup>1</sup> Jeweils die Differenz zwischen der Inflationsrate (Vorjahresvergleich) und den langfristigen Zinsen in Japan, in Deutschland bzw. im Vereinigten Königreich und den entsprechenden Werten in den Vereinigten Staaten. - <sup>2</sup> Teilweise geschätzt.



sich in den Ländern der OECD von 1,2 vH im Jahr 1989 auf 4,2 vH im vergangenen Jahr; 1994 wird es abermals rund 4 vH betragen. Dabei gibt es erhebliche Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern. Diese spiegeln einmal konjunkturelle Einflüsse wider; dort wo sich die Wirtschaft seit geraumer Zeit im Aufschwung befindet – so z. B. in den Vereinigten Staaten – nehmen die Einnahmen schneller zu, und der Ausgabenanstieg, vor allem im Rahmen der sozialen Sicherungssysteme, flacht sich ab. Hingegen wirkt die konjunkturelle Komponente in den Ländern, die sich gerade erst aus der Rezession gelöst haben, noch nicht auf eine Verringerung der Haushaltsdefizite hin. Ein Großteil der Unterschiede in der Höhe des Haushaltsdefizits (bezogen auf das Bruttoinlandsprodukt) zwischen den Ländern ist aber strukturell bedingt, bleibt also auch bei einer Normalauslastung der Wirtschaft bestehen.

Ein Vergleich mit der Situation zu Beginn des Aufschwungs 1983/84 zeigt, daß die Haushaltsdefizite im laufenden Zyklus nicht deutlich höher sind als damals. Die strukturelle Komponente des Defizits liegt im allgemeinen sogar etwas niedriger (Schaubild 4). Trotzdem wird die finanzielle Situation des Staates in vielen Ländern für wesentlich kritischer gehalten, weil die Gesamtverschuldung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt stark gestiegen ist. Für die OECD-Länder zusammengenommen liegt sie im laufenden Jahr bei einer Größenordnung von 70 vH der gesamtwirtschaftlichen Produktion, nachdem sie zu Beginn der achtziger Jahre noch etwa 25 Prozentpunkte niedriger gewesen war. Trotz der langen Phase konjunktureller Expansion in den achtziger Jahren ist die Schuldenquote fortlaufend gestiegen.

Es gibt zwar keine allgemein anerkannten Kriterien, nach denen bestimmt werden kann, ob ein bestimmtes Niveau der staatlichen Verschuldung ökonomisch noch vertretbar ist oder nicht; gleichwohl ist eine fortlaufend steigende Verschuldungsquote langfristig nicht tolerierbar. Mit der Verschuldung geht eine zunehmende Zinslast einher, die die Spielräume für die Erfüllung der eigentlichen Staatsaufgaben beschneidet. Verschärft wird das Problem dadurch, daß befürchtet wird, die öffentlichen Schulden würden durch Inflation entwertet. Die Käufer der Staatsanleihen fordern folglich eine höhere Risikoprämie; durch die realen Kosten der Kreditaufnahme wird der Haushalt zusätzlich belastet. Der Vertrag von Maastricht legt fest, daß in Ländern, die an der Europäischen Währungsunion teilnehmen wollen, der Schuldenstand 60 vH des Bruttoinlandsprodukts nicht übersteigen soll. Dieser Wert wird zur Zeit von den meisten Mitgliedsländern und von der Europäischen Union insgesamt überschritten; auch in den Vereinigten Staaten und in Japan liegt die Quote darüber.

Die Tatsache, daß die öffentliche Verschuldung stark und nahezu ohne Unterbrechung ausgeweitet worden ist, macht deutlich, daß einschneidendere Maßnahmen zur Begrenzung der Staatsverschuldung notwendig sind, als sie in der Vergangenheit getroffen worden sind. Dabei ist zu bedenken, daß ein hohes Wirtschaftswachstum die Konsolidierung erheblich erleichtert, weil die Einnahmen kräftig zunehmen und gleichzeitig in wichtigen Bereichen (z. B. bei der Arbeitslosenunterstützung) weniger Ausgaben anfallen. Im Vordergrund muß daher eine Konsolidierungsstrategie stehen, die die Leistungsanreize nicht beeinträchtigt, sondern stärkt. Im Verlauf der vergangenen 15 Jahre sind die Staatsein-

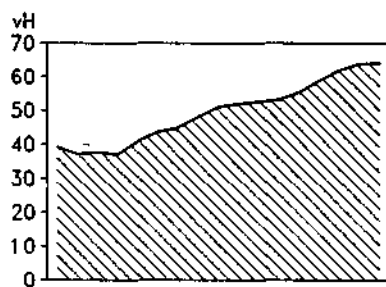
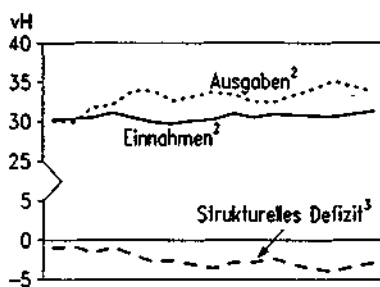
Schaubild 4

# Zur Lage der öffentlichen Haushalte<sup>1</sup> in den Industrieländern

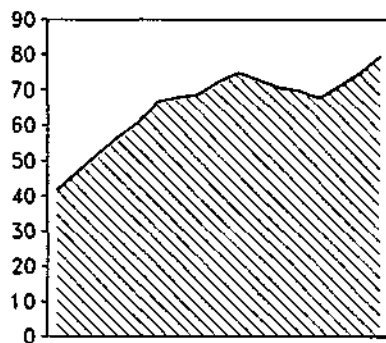
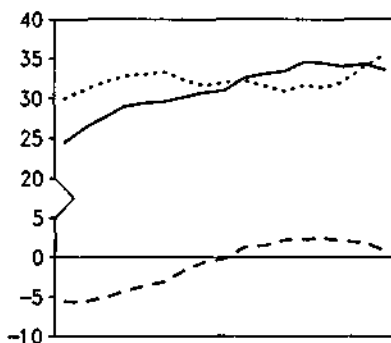
Einnahmen, Ausgaben  
und Haushaltsdefizite

Bruttostaatsverschuldung<sup>2</sup>

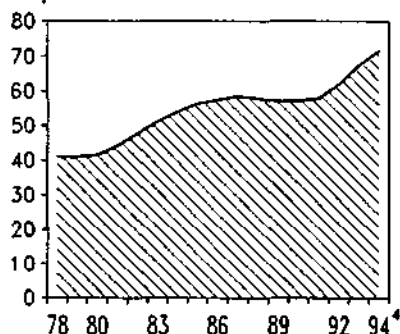
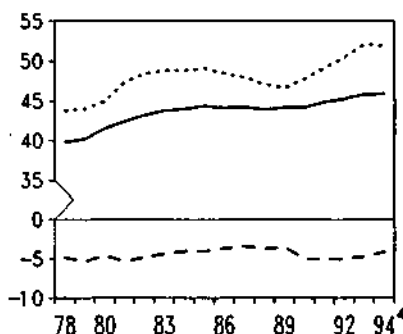
## Vereinigte Staaten



## Japan



## OECD - Europa

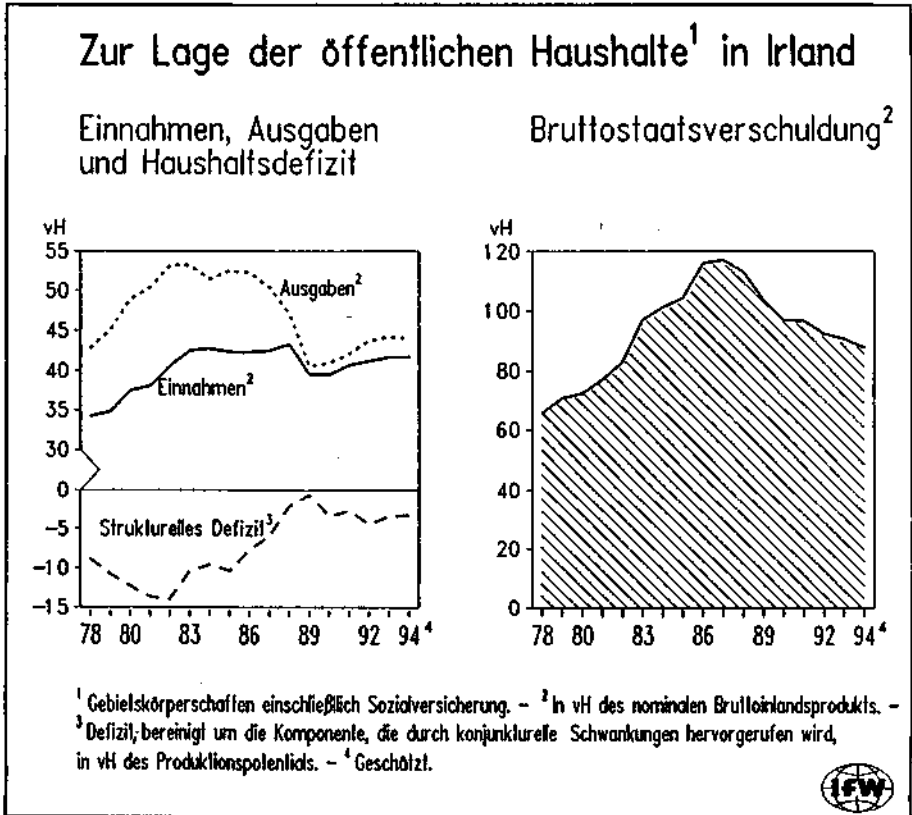


<sup>1</sup> Gebietskörperschaften einschließlich Sozialversicherung. - <sup>2</sup> In vH des nominalen Bruttoinlandsprodukts. - <sup>3</sup> Defizit; bereinigt um die Komponente, die durch konjunkturelle Schwankungen hervorgerufen wird, in vH des Produktionspotentials. - <sup>4</sup> Geschätzt.





Schaubild 5



nahmen gemessen am Bruttoinlandsprodukt markant gestiegen, vor allem in Westeuropa, aber auch in Japan. In vielen Fällen hat die Einnahmenquote das als vertretbar angesehene Niveau längst überschritten. Durch eine weitere Anhebung der Einnahmenquote würde wohl die Wachstumsdynamik spürbar geschwächt; deshalb müssen die Staatsausgaben verringert werden.

Als Beispiel für eine erfolgreiche Konsolidierungsstrategie kann Irland dienen: Das strukturelle Haushaltsdefizit, das Anfang der achtziger Jahre 14 vH des Bruttoinlandsprodukts entsprach, wurde sukzessive auf die Höhe von reichlich 3 vH der gesamtwirtschaftlichen Produktion im Jahr 1994 gesenkt; die Staatsverschuldung – in Relation zum Bruttoinlandsprodukt – wurde von einem Höchststand von 117 vH im Jahr 1987 auf knapp 90 vH im laufenden Jahr zurückgeführt (Schaubild 5). Dabei blieben die Staatseinnahmen in Relation zum Bruttoinlandsprodukt mit einer Quote von reichlich 40 vH etwa unverändert, während die Ausgabenquote um nahezu 10 Prozentpunkte von mehr als 53 vH auf 44 vH reduziert wurde. Das kräftige Wirtschaftswachstum in Irland während der vergangenen zehn Jahre – das Bruttoinlandsprodukt wies mit

durchschnittlich jährlich 4,1 vH die höchste Zuwachsrate in den Ländern der OECD auf – macht deutlich, daß eine durchgreifende Konsolidierung der Staatsfinanzen nicht mit Wachstumseinbußen verbunden sein muß.

### ... doch bislang nur geringe Fortschritte

In den meisten Industrieländern sind angesichts der deutlichen Erhöhung der Staatsverschuldung mittelfristige Konsolidierungsziele formuliert worden. In einer Reihe von Ländern wurden entsprechende Maßnahmen beschlossen; Umfang und Zeitpunkt des Wirksamwerdens sind aber unterschiedlich. Alles in allem sind für den Prognosezeitraum von der Finanzpolitik leicht dämpfende Wirkungen auf die Nachfrage in den Industrieländern zu erwarten. Dies gilt insbesondere deshalb, weil die Rückführung der Defizite in erheblichem Maße durch die Erhöhung von Steuern und Sozialabgaben erreicht werden soll. Vor allem in Westeuropa, wo die Steuerbelastung ohnehin höher ist als in Japan oder in Nordamerika, wird die Abgabenlast deutlich zunehmen.

Die Finanzpolitik in den *Vereinigten Staaten* hat in diesem Jahr den Konsolidierungskurs fortgesetzt, der im vergangenen Jahr eingeschlagen worden ist. Um den Plan zur Defizitverringern einzuhalten (das Defizit im Bundeshaushalt soll bis 1998 um kumuliert 500 Mrd. US-Dollar geringer ausfallen als – nach einer Schätzung aus dem Jahr 1993 – bei unveränderter Politik zu erwarten gewesen wäre), werden viele staatliche Programme, vor allem im Rüstungsbe-  
reich, aber auch im Sozial- und im Bildungswesen, eingestellt oder zumindest merklich gekürzt. Real gerechnet steigen die Staatsausgaben kaum noch; der reale Staatsverbrauch ist seit rund zwei Jahren rückläufig, bedingt in erster Linie durch drastische Kürzungen im Rüstungsetat. Gleichzeitig nehmen die Steuereinnahmen kräftig zu. Dies geht in erster Linie auf die günstige Konjunktur zurück; Mehreinnahmen fallen indes auch infolge der Erhöhung der Einkommensteuer und verschiedener Verbrauchsteuern an. Das Haushaltsdefizit des Bundes wird im Fiskaljahr 1994 (Oktober 1993 – September 1994) deutlich niedriger sein als im Vorjahr (rund 225 nach 255 Mrd. US-Dollar, dies entspricht knapp 3,5 vH des Bruttoinlandsprodukts nach reichlich 4 vH im Fiskaljahr 1993).

Im Fiskaljahr 1995 wird das Defizit weiter zurückgehen; amtlichen Projektionen zufolge wird es rund 170 Mrd. US-Dollar (entsprechend etwa 2,5 vH des Bruttoinlandsprodukts) betragen. Die Ansätze für die Staatsausgaben sehen nur moderate Erhöhungen vor. Allerdings besteht das Risiko, daß die geplante Gesundheitsreform zu erheblichen zusätzlichen Ausgaben führt. Nach den vorliegenden Vorschlägen, die im Senat beraten werden, ist eine beträchtliche Ausdehnung der staatlichen Subventionen beabsichtigt. Zusätzliche Ausgaben entstehen dem Staat beispielsweise durch die Zahlung der Versicherungsprämien für diejenigen Bürger, die nicht beschäftigt sind oder nur ein sehr geringes Einkommen beziehen. Schätzungen zufolge belaufen sich die Mehraufwendungen des Staates auf rund 100 Mrd. US-Dollar pro Jahr [Feldstein, 1994]. Wie diese Aufwendungen finanziert werden sollen, ist unklar. Wahrscheinlich ist eine allgemeine Erhöhung der Steuerbelastung. Also ist abzusehen, daß die

Gesundheitsreform, sollte sie durchgesetzt werden, die Leistungsanreize schmälert und damit das Wirtschaftswachstum dämpft.

In *Japan* hat die Finanzpolitik im laufenden Jahr der Konjunktur mit der Senkung der Einkommensteuer nochmals kräftige Impulse gegeben. Das verfügbare Einkommen der Haushalte wird dadurch um rund 2 vH erhöht. Die übrigen Teile des jüngsten Konjunkturprogramms – vor allem Mittel für öffentliche Investitionen, verbilligte Wohnungsbaukredite und Hilfen für kleine und mittlere Unternehmen –, verhindern lediglich, daß das Niveau der Staatsausgaben im Verlauf dieses Jahres zurückgeht; sie bedeuten also keine zusätzlichen Anstöße. Weil die öffentliche Nachfrage bis zum Frühjahr sehr kräftig ausgeweitet worden ist, werden die Staatsausgaben in diesem Jahr gleichwohl deutlich höher sein als im Vorjahr. Gleichzeitig sinken die Einnahmen aus der Einkommensteuer; in der Folge wird das Defizit im Haushalt der Gebietskörperschaften 1994 auf knapp 6 vH des Bruttoinlandsprodukts steigen, nach 3,5 vH im vergangenen Jahr. Da die Sozialversicherung hohe Überschüsse aufweist, wird die gesamtstaatliche Finanzierungslücke 2 vH des Bruttoinlandsprodukts entsprechen, nachdem 1993 noch ein geringer Finanzierungsüberschuß verzeichnet worden war. Im kommenden Jahr wird das Defizit – wenn auch nur leicht – zurückgehen. Die Einkommensteuersenkung dürfte beibehalten werden, und die derzeitige Regierung wird wohl nicht beschließen, daß bereits 1995 kompensierende Einnahmenerhöhungen wirksam werden. Gleichwohl wird der Staatshaushalt im kommenden Jahr eher kontraktiv wirken, da die Ausgaben unter dem Niveau in diesem Jahr liegen und weitere Konjunkturprogramme angesichts der zunehmenden Festigung der Inlandsnachfrage wenig wahrscheinlich sind.

In *Westeuropa* ist die Finanzpolitik in den meisten Ländern darauf gerichtet, die Defizite zurückzuführen, die im Zuge der Rezession kräftig gestiegen sind. In vielen Ländern sind Steuern erhöht worden, und die Ausgaben sollen im allgemeinen nur wenig zunehmen. Hierbei wird besonders im sozialen Bereich gespart. Insgesamt gehen von der Finanzpolitik in diesem und im kommenden Jahr restriktive Wirkungen aus. Besonders ausgeprägt ist der Konsolidierungskurs im Vereinigten Königreich. Nachdem die Konjunktur bereits zur Jahreswende 1992/93 sichtbar Tritt gefaßt hatte, wurde für dieses Jahr eine Reihe von Steuer- und Sozialabgabenerhöhungen beschlossen, denen 1995 weitere folgen. Zusammengekommen werden Unternehmen und Haushalte in einem Umfang belastet, der etwa 1,5 vH des Bruttoinlandsprodukts entspricht. Der Finanzierungsbedarf des Staates wird aufgrund dieser Maßnahmen und der nur geringen Ausgabenzuwächse von 7,7 vH des Bruttoinlandsprodukts im Jahr 1993 auf etwa 6 vH im laufenden Jahr und knapp 5,5 vH im Jahr 1995 zurückgehen. Auch in Frankreich ist die Finanzpolitik in der Grundrichtung auf eine Konsolidierung des Staatshaushalts bedacht. Einschneidende Maßnahmen werden aber wohl mit Rücksicht auf die schwache Konjunktur und im Hinblick auf die Präsidentschaftswahl im Frühjahr 1995 nicht beschlossen. In Italien fährt die Regierung mit ihren Bemühungen fort, das hohe Staatsdefizit zu verringern; dies soll hauptsächlich dadurch erfolgen, daß Ausgaben – besonders im sozialen Bereich – reduziert werden. Ob diese Pläne durchgesetzt werden können, er-

scheint aber fraglich. In mehreren anderen Ländern Westeuropas waren im Verlauf des vergangenen oder zu Beginn des laufenden Jahres Maßnahmen beschlossen worden, die die Nachfrage stimulieren sollten. Vielfach waren die Anstöße für die Konjunktur aber nur gering; lediglich in Dänemark und in Norwegen ist die Finanzpolitik spürbar expansiv ausgerichtet gewesen. Nachdem sich die Konjunktur gefestigt hat, dürfte im Prognosezeitraum die Haushaltskonsolidierung auch hier Priorität erlangen.

### **Kaum zusätzliche Impulse von der Geldpolitik**

Der Kurs der Geldpolitik in den Industrieländer hat sich im Verlauf dieses Jahres differenziert. Die US-Notenbank hob die Leitzinsen an; in der Folge ließ die Expansion der Geldmengenaggregate merklich nach. In den meisten westeuropäischen Ländern senkten die Zentralbanken ihre Zinsen weiter; allerdings hat sich das Tempo des Zinsrückgangs in den letzten Monaten verlangsamt, nachdem der Konjunkturaufschwung deutlich sichtbar geworden war. Die Geldmengen stiegen in den meisten westeuropäischen Ländern etwas stärker als vorher. In Japan wirkt die Geldpolitik trotz niedriger kurzfristiger Zinsen erst allmählich expansiv.

Die Notenbank der *Vereinigten Staaten* hat die Leitzinsen im Verlauf dieses Jahres in mehreren Schritten angehoben. Im August wurden der Diskontsatz und die Federal Funds Rate um jeweils einen halben Punkt heraufgesetzt; sie betragen nun 4 bzw. 4,75% und liegen damit deutlich über ihrem Tiefstand zu Beginn des Jahres (jeweils 3%). Ausschlaggebend für die jüngste Zinsanhebung war die anhaltend kräftige Expansion der amerikanischen Wirtschaft sowie die Befürchtung, die Inflation könne sich beschleunigen. So signalisieren nach Ansicht der Notenbank vor allem der Anstieg der Kapitalmarktzinsen, aber auch die Hausse an den Rohstoffmärkten, daß die Verbraucherpreise in nächster Zeit stärker anziehen werden. Nicht zuletzt leitet die Notenbank aus dem Rückgang des Dollarkurses die Gefahr eines Preisschubs ab. Nach dem Kurswechsel klingen nun die Impulse der Geldpolitik ab. Die kurzfristigen Zinsen dürften im Prognosezeitraum nochmals leicht angehoben werden. Drastische Restriktionsmaßnahmen sind indes wenig wahrscheinlich, weil sich die Inflation wohl nur wenig erhöhen wird.

Die Notenbank in *Japan* hat ihre Zinsen seit dem Frühjahr praktisch unverändert gelassen. Der Zinssatz für Tagesgeld, der für die Refinanzierung der Banken wichtig ist, liegt weiterhin nur wenig über 2 vH. Nachdem die langanhaltende Stagnation der Wirtschaft überwunden ist und eine, wenn auch mäßige Produktionsbelebung eingesetzt hat, halten wir es für nicht wahrscheinlich, daß die Notenbankzinsen nochmals gesenkt werden. Angesichts der niedrigen Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten und des stabilen Preisniveaus ist aber auch nicht zu erwarten, daß die Notenbankzinsen in naher Zukunft bereits wieder angehoben werden. Obwohl die Zinsen seit geraumer Zeit äußerst niedrig sind, blieb die Geldmengenexpansion bis zum Frühjahr gering; erst zuletzt hat sie sich etwas beschleunigt. Die Geldmenge M2 (einschließlich Depositenzertifikate), die einen engen Zusammenhang mit der realwirtschaftlichen

Aktivität aufweist [Döpke, Gern, 1993], stieg im Sommer um knapp 2 vH. Die schwache Geldmengenausweitung – vor allem die Bankkredite an den privaten Sektor nahmen kaum zu – zeigt, daß die niedrigen Zinsen die erhoffte expansive Wirkung erst allmählich entfalten. Ein wichtiger Grund hierfür ist das langsame Tempo der Konsolidierung sowohl im Finanzsektor als auch in der produzierenden Wirtschaft.

In Westeuropa hat die Geldpolitik ihren Kurs im allgemeinen weiter gelockert; allerdings wurden die Zinsen zuletzt nur noch geringfügig gesenkt. In Italien, in Schweden und im Vereinigten Königreich haben die Notenbanken im Spätsommer die Zinsen sogar erhöht. Die französische Zentralbank hat die Leitzinsen bis zum Frühsommer schrittweise gesenkt, seither blieben sie unverändert. Für eine Änderung des geldpolitischen Kurses, von dem leichte Anregungen für die Wirtschaft ausgehen, gibt es kaum Anlaß. Die Konjunktur hat sichtbar Tritt gefaßt, andererseits sind die Inflationsgefahren bei dem schwachen Geldmengewachstum und den niedrigen Lohnabschlüssen gering. In Italien hat sich die Zinssenkungspolitik nicht mehr fortgesetzt; im August wurden die Leitzinsen um einen halben Prozentpunkt angehoben. Hierfür gab es wohl mehrere Gründe. So hatte sich das Preisklima seit Anfang dieses Jahres verschlechtert. Aufgrund höherer Importpreise und der Belebung der Inlandsnachfrage war die laufende Rate des Preisauftriebs spürbar gestiegen. Außerdem geriet der Wechselkurs der Lira zuletzt nochmals unter Abwertungsdruck. Für den Prognosezeitraum rechnen wir mit weiteren, aber nur geringfügigen Zinserhöhungen. Damit werden sich die Impulse zwar abschwächen, sie werden aber auch im kommenden Jahr noch spürbar sein. Im Vereinigten Königreich hat die Regierung den Leitzins Anfang September um einen halben Prozentpunkt angehoben. Damit ist auch hier eine Wende in der Zinspolitik eingeleitet worden, um Inflationsbefürchtungen frühzeitig entgegenzutreten. Für den Prognosezeitraum ist mit weiteren Zinserhöhungen zu rechnen. Sie werden aber wohl moderat ausfallen, da nicht mit einem deutlichen Anziehen der Inflation zu rechnen ist.

### **Ausblick: Aufschwung setzt sich fort . . .**

Die Bedingungen dafür, daß die konjunkturelle Aufwärtsbewegung in den Industrieländern im kommenden Jahr anhält, sind günstig. Die Ertragsituation der Unternehmen in den Industriestaaten hat sich weiter gebessert; hierzu trägt die zumeist moderate Lohnentwicklung bei. Die Anregungen seitens der Geldpolitik sind in Westeuropa nach wie vor erheblich. Die amerikanische Notenbank ist dazu übergegangen, der kräftigen Expansion der Wirtschaft entgegenzusteuern und auf einen eher potentialgerechten Kurs einzuschwenken. Die Finanzpolitik in den Industrieländern wird im allgemeinen stärker auf die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte ausgerichtet. Dort wo erhebliche Anstöße zur konjunkturellen Belebung beitragen – vor allem also in Japan, aber auch in einigen westeuropäischen Ländern – bleiben sie auf das laufende Jahr beschränkt. Kräftige Impulse für die Konjunktur im OECD-Raum kommen nach wie vor von den Schwellen- und den Entwicklungsländern.

Die Wechselkursänderungen der letzten Zeit werden sich auf den Konjunkturverlauf kaum auswirken. Eine wichtige Ausnahme ist allerdings Japan. Die reale effektive Aufwertung des Yen in den vergangenen beiden Jahren war ähnlich ausgeprägt wie diejenige in den Jahren 1985/87, die die japanische Wirtschaft noch in einer konjunkturellen Normalsituation traf und dennoch eine Rezession auslöste. Die jüngste Aufwertung trat in einer Phase ein, in der es ohnehin schon eine rezessive Entwicklung gab. Damit verstärkte sich der Anpassungsdruck auf die japanische Wirtschaft erheblich, und die Überwindung der Rezession hat sich verzögert. Die Schwäche des US-Dollar in den letzten Monaten dürfte den Aufschwung in Westeuropa nicht gefährden. Die Dollar-Abwertung ist recht gering ausgefallen; Wechselkursänderungen in diesem Ausmaß sind seit Mitte der achtziger Jahre immer wieder aufgetreten und können als normal gelten. Für die Entwicklung der westeuropäischen Exporte dürfte die Expansion der Nachfrage im Ausland ein beträchtlich größeres Gewicht haben. Es ist auch für die nächste Zeit nicht zu erwarten, daß sich die amerikanische Währung drastisch abwertet. Dazu käme es nur, wenn sich ein Vertrauensverlust bezüglich der amerikanischen Geldpolitik ergäbe, wie zum Beispiel in den Jahren 1977/78. Mit einer deutlichen Inflationsbeschleunigung und einer laxen Geldpolitik wie damals ist aber nicht zu rechnen. Für den Prognosezeitraum nehmen wir an, daß die Veränderungen der Wechselkurse kaum größer sein werden als in diesem Jahr.

### ... konjunkturelle Differenzierung nimmt ab

Im Prognosezeitraum werden nur noch geringfügige Unterschiede im Konjunkturverlauf zu beobachten sein. Das Expansionstempo in den Vereinigten Staaten wird nicht mehr so hoch sein wie bis zur Mitte des Jahres 1994; in Westeuropa und – mit einiger Verzögerung – auch in Japan wird sich der Aufschwung durchsetzen. Das reale Bruttoinlandsprodukt der Industrieländer insgesamt dürfte im Jahresdurchschnitt 1995 um rund 2,5 vH über dem Niveau im Vorjahr liegen (Tabelle 2). Mit diesen zusätzlichen Anstößen seitens der Industrieländer wird sich die Expansion des Welthandels etwas beschleunigen. Der Anstieg dürfte 1995 rund 7 vH betragen, nach 6 vH im laufenden Jahr. Die Inflationsberuhigung setzt sich nur noch vereinzelt fort. In einigen Ländern dürfte sich der Preisauftrieb bereits im Verlauf dieses Jahres, in den meisten übrigen Ländern im kommenden Jahr leicht verstärken. Er bleibt freilich moderat; im Jahresdurchschnitt erhöhen sich die Verbraucherpreise in den Industrieländern 1995 mit rund 2,5 vH nur geringfügig rascher als in diesem Jahr.

In den *Vereinigten Staaten* wird sich der Aufschwung fortsetzen; aufgrund der strafferen Geldpolitik und der weiterhin dämpfenden Finanzpolitik wird das Tempo im weiteren Verlauf dieses Jahres und auch 1995 wohl niedriger sein als zuvor. Das reale Bruttoinlandsprodukt dürfte im kommenden Jahr um 2,5 vH zunehmen. Wegen der höheren Zinsen dürften die Wohnungsbauinvestitionen allenfalls stagnieren. Die Sparpolitik des Bundes wird beibehalten; der reale Staatsverbrauch wird, wie schon in den Vorjahren, reduziert. Die Ausfuhren dürften beschleunigt expandieren, denn in den Handelspartnerländern verstärkt

Tabelle 2 – Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in den Industrieländern 1992–1995 – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (vH)

	Gewicht in vH <sup>1</sup>	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise <sup>2</sup>			
		1992	1993 <sup>3</sup>	1994 <sup>4</sup>	1995 <sup>4</sup>	1992	1993 <sup>3</sup>	1994 <sup>4</sup>	1995 <sup>4</sup>
Deutschland .....	10,3	2,2	-1,1	2,5	3,0	4,7	4,7	3,0	2,5
Frankreich .....	6,9	1,2	-1,0	2,0	2,5	2,4	2,0	1,5	1,5
Italien .....	5,4	0,7	-0,7	1,5	2,5	5,3	4,2	4,0	4,5
Vereinigtes Königreich .....	5,2	-0,5	2,0	3,0	3,0	3,7	1,6	2,5	2,5
Spanien .....	2,6	0,8	-1,0	1,5	3,0	5,9	4,6	5,0	4,0
Niederlande .....	1,7	-1,4	0,4	2,0	2,5	3,2	2,6	2,5	2,5
Belgien .....	1,1	0,8	-1,3	1,5	2,5	2,4	2,8	2,0	2,5
Dänemark .....	0,7	1,2	1,2	4,0	3,0	2,1	1,3	2,0	2,5
Portugal .....	0,4	1,1	-1,0	1,5	3,0	8,9	6,5	5,5	5,0
Griechenland .....	0,4	0,9	0,0	0,5	1,5	15,9	14,4	11,0	10,0
Irland .....	0,3	2,0	4,1	4,5	4,0	3,0	1,4	2,5	3,0
EU-Länder .....	35,0	1,1	-0,4	2,2	2,8	4,2	3,5	3,0	2,8
Nachrichtlich:									
Westdeutschland ..		1,8	-1,7	2,0	2,5	4,0	4,2	3,0	2,5
Ostdeutschland ...		7,8	5,8	9,0	10,0	10,1	8,8	3,5	3,0
Schweden .....	1,0	-1,9	-2,1	2,0	3,0	2,2	4,7	2,5	4,0
Schweiz .....	1,3	-0,1	-0,6	1,5	2,0	4,1	3,2	1,0	2,5
Österreich .....	1,0	1,7	-0,3	2,0	3,0	4,1	3,6	3,0	2,5
Finnland .....	0,5	-3,8	-2,6	2,5	4,5	2,9	2,2	1,5	2,0
Norwegen .....	0,6	3,4	2,3	5,0	3,0	2,4	2,2	1,5	2,0
Westeuropa .....	39,4	1,0	-0,4	2,2	2,9	4,1	3,5	2,9	2,8
Vereinigte Staaten ..	34,5	2,3	3,1	3,5	2,5	3,0	3,0	3,0	3,5
Japan .....	23,1	1,1	0,1	1,0	2,0	1,7	1,2	0,5	0,5
Kanada .....	3,0	0,6	2,2	3,5	3,5	1,5	1,8	0,5	2,0
Länder insgesamt ..	100,0	1,6	1,0	2,4	2,5	3,1	2,7	2,3	2,5

<sup>1</sup> Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts von 1993. – <sup>2</sup> Deutschland: Mit den Anteilen des privaten Verbrauchs im Jahr 1991 gewichteter Durchschnitt der Raten in West- und Ostdeutschland. – <sup>3</sup> Teilweise geschätzt. – <sup>4</sup> Prognose; auf halbe, für Ländergruppen auf zehntel Prozentpunkte gerundet.

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

sich die Inlandsnachfrage merklich. Alles in allem wird es in den Vereinigten Staaten bei der hohen Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten bleiben. Die Arbeitslosigkeit wird nicht mehr nennenswert zurückgehen, da die Lohnstückkosten deutlich steigen dürften. Der Preisauftrieb wird im Prognosezeitraum leicht anziehen; die Inflationsrate wird im Durchschnitt des Jahres 1995 rund 3,5 vH betragen, nach knapp 3 vH in diesem Jahr.

Die konjunkturellen Auftriebskräfte haben sich in *Japan* dank niedriger Zinsen und kräftiger Anstöße von der Finanzpolitik nunmehr wohl durchgesetzt;

ein abermaliger Rückfall in die Stagnation – wie im Sommer 1993 nach der Belebung zu Beginn des Jahres – ist wenig wahrscheinlich. Zwar lassen die Impulse von der Finanzpolitik nach, aber die Geldpolitik wirkt nunmehr zunehmend stimulierend. Gleichwohl bewirken nach wie vor retardierende Faktoren, daß die Belebung – insbesondere gemessen an früheren konjunkturellen Aufschwüngen in Japan – vorerst schwach bleibt. Vor allem die Investitionstätigkeit erholt sich nur langsam. Die Konsolidierung im Unternehmenssektor ist noch nicht abgeschlossen. Der Bedarf hierzu resultiert daraus, daß in den Boomjahren Ende der achtziger Jahre in großen Teilen der Wirtschaft Kapazitäten an Personal und Sachkapital aufgebaut worden waren, die sich als nicht rentabel nutzbar herausstellten. Der Anpassungsdruck ist durch die Aufwertung des Yen verschärft worden, die den Ertrag vor allem in der Industrie zusätzlich belastet. Hinzu kommt, daß die Banken bei der Kreditvergabe vorsichtiger geworden sind, weil in den vergangenen Jahren Kredite in großer Zahl notleidend wurden und Abschreibungen in beträchtlicher Höhe vorgenommen werden mußten. Bei diesen Rahmenbedingungen dürfte die konjunkturelle Expansion nur allmählich an Fahrt gewinnen. Getragen wird die Erholung zunächst vor allem vom privaten Verbrauch. Die verfügbaren Einkommen steigen kräftig, und den privaten Haushalten erscheint ihr Schuldenstand inzwischen dem zu erwartenden Einkommen angemessen, so daß die dämpfenden Wirkungen, die in den vergangenen drei Jahren von Konsolidierungsbemühungen ausgegangen waren, wohl wegfallen. Spürbar ausgeweitet werden darüber hinaus die Investitionen im Wohnungsbau. Alles in allem wird das Bruttoinlandsprodukt 1994 um rund 1 vH höher sein als im Vorjahr. Im kommenden Jahr dürfte der Zuwachs mit reichlich 2 vH zwar etwas größer sein; gleichwohl bleibt er nochmals geringer als das Wachstum des Produktionspotentials. Erst für den späten Verlauf des Jahres 1995 erwarten wir, daß die gesamtwirtschaftliche Kapazitäten wieder stärker ausgelastet werden. Bei dieser Entwicklung wird die Zahl der Arbeitslosen weiter zunehmen, der bisherige Höchststand bei der Arbeitslosenquote (2,8 vH in den Jahren 1986 und 1987) dürfte sowohl in diesem als auch im nächsten Jahr übertroffen werden. Die Verbraucherpreise steigen bei der mäßigen Konjunktur nur geringfügig.

In *Westeuropa* wird sich die konjunkturelle Erholung in diesem Jahr fortsetzen. Die Ausfuhr wird weiter expandieren und die Inlandsnachfrage dürfte sich zunehmend beleben. In der Folge wird sich die Kapazitätsauslastung leicht erhöhen. Zusammen mit besseren Gewinnerwartungen wird dies zu einem deutlichen Zuwachs der Investitionen führen. Die real verfügbaren Einkommen werden wohl erst im nächsten Jahr deutlich steigen, wenn die Zahl der Beschäftigten ausgeweitet wird. Aber auch der private Konsum wird angesichts einer größeren Zuversicht bezüglich der zukünftigen wirtschaftlichen Entwicklung und einer Entspannung der Lage auf dem Arbeitsmarkt – wenn auch zunächst nur leicht – erhöht werden. Gedämpft wird diese Entwicklung durch die vermehrte Abgabenbelastung und langsamer zunehmende Transferleistungen.

In *Frankreich* dürfte das Bruttoinlandsprodukt im Prognosezeitraum zügig expandieren. Ausschlaggebend hierfür ist, daß sich die Inlandsnachfrage infolge der gesunkenen Zinsen beleben wird. Die Investitionstätigkeit wird durch sich



verbessernde Gewinnaussichten, sinkende Lohnstückkosten und niedrige Zinsen angeregt; die Lager dürften aufgestockt werden. Einen deutlichen Anstieg des privaten Konsums erwarten wir dagegen nicht. Zwar hat sich das Konsumklima verbessert, und die Sparquote wird wohl etwas fallen; doch die real verfügbaren Einkommen dürften wegen der sich nur langsam verbessernden Beschäftigungssituation und der geringen Lohnsteigerungen nur langsam zunehmen. Aus- und Einfuhren werden ungefähr im gleichen zügigen Tempo expandieren. Hierbei werden die Anstrengungen der Exporteure durch die bessere konjunkturelle Lage in Westeuropa unterstützt. Aber auch die Importe werden infolge der stärkeren Inlandsnachfrage deutlich ausgeweitet werden. Das Bruttoinlandsprodukt wird sich voraussichtlich in diesem Jahr um 2 vH und im nächsten Jahr um reichlich 2,5 vH erhöhen. Die Inflationsrate wird in etwa auf dem derzeitigen niedrigen Niveau von reichlich 1,5 vH verharren. Gegen eine spürbare Beschleunigung des Preisauftriebs spricht das immer noch mäßige Geldmengenzuwachstum; auch die geringe gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung und die moderaten Lohnabschlüsse deuten nicht auf eine solche Entwicklung hin.

Für *Italien* ist für dieses und das nächste Jahr mit einer beschleunigten Expansion des Bruttoinlandsprodukts zu rechnen. Der Export wird auch weiterhin die treibende Kraft sein. Infolge der guten Wettbewerbsposition italienischer Produkte aufgrund der niedrigen Bewertung der Lira werden die Exporteure ihre Marktanteile ausbauen können; überdies verstärkt sich der Aufschwung in Westeuropa. Dies wird auch eine Belebung der Investitionen zur Folge haben, besonders bei Unternehmen, die stark im Export engagiert sind. Relativ schwach wird dagegen wohl der private Konsum bleiben. Zwar wird auch er infolge der besseren Zukunftsperspektiven und einer deshalb zurückgehenden Sparquote zunehmen; dämpfen werden aber die zu erwartenden Abgabenerhöhungen und Transferkürzungen sowie sinkende Reallöhne. Insgesamt wird der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts in diesem Jahr reichlich 1,5 vH und im nächsten Jahr 2,5 vH betragen. Am Arbeitsmarkt wird sich im weiteren Verlauf dieses Jahres die Lage stabilisieren; für das nächste Jahr ist mit einer langsamen Abnahme der Arbeitslosigkeit zu rechnen. Der Preisauftrieb wird sich bei den steigenden Importpreisen und der sich wieder belebenden Inlandsnachfrage wohl etwas verstärken. Wir rechnen für dieses Jahr im Durchschnitt mit einer Inflationsrate von 4 vH; nächstes Jahr wird sich die Preissteigerung auf 4,5 vH erhöhen.

Im *Vereinigten Königreich* wird sich der Aufschwung fortsetzen. Zwar wird der private Konsum durch die zusätzlichen Abgabenbelastungen gedämpft. Infolge steigender Reallöhne und einer zunehmenden Anzahl der Beschäftigten wird er aber weiter expandieren, wenn sich das Tempo auch etwas verringern wird. Hingegen wird sich die Ausweitung der Investitionen beschleunigen. Hier werden sich die immer noch relativ niedrigen Zinsen und die zunehmende Kapazitätsauslastung der Unternehmen positiv auswirken. Aufgrund der stark wachsenden Inlandsnachfrage werden die Importe deutlich ausgeweitet werden. Obwohl auch die Exporte merklich steigen, wird sich das Leistungsbilanzdefizit vergrößern. Insgesamt dürfte die Wirtschaft des Vereinigten Königreichs in diesem und im nächsten Jahr jeweils um etwa 3 vH expandieren. Die Lage auf

dem Arbeitsmarkt wird sich fortgesetzt bessern. Die Zahl der Arbeitslosen wird wohl in ähnlichem Tempo wie in der letzten Zeit – d. h. um reichlich 20 000 pro Monat zurückgehen. Bei der zunehmenden Kapazitätsauslastung ist nun auch mit einem merklichen Anstieg der Beschäftigtenzahl zu rechnen. Indikatoren wie die kräftige Zunahme der Produktion, eine stärkere Geldmengenexpansion und höhere Lohnabschlüsse deuten auf eine Beschleunigung des Preisauftriebs hin. Dieser stehen aber die beträchtliche Unterauslastung der Kapazitäten und eine geringe Zuwachsrate der Produzentenpreise entgegen. Deshalb erwarten wir für den Prognosezeitraum nicht, daß sich die Inflation verstärkt.

### **Nachhaltiger Aufschwung erfordert stabilitätsorientierte Wirtschaftspolitik**

Es ist bei dem für die Industrieländer prognostizierten Konjunkturverlauf nicht damit zu rechnen, daß sich bereits bald nennenswerte Kapazitätsengpässe einstellen. Insofern scheint die wirtschaftliche Entwicklung im kommenden Jahr recht unproblematisch zu sein, vergleichbar etwa der im Zeitraum 1983/84, als die Rezession eindeutig überwunden war, der Aufschwung aber insgesamt recht moderat verlief und keine größeren Spannungen hervorrief. Die Wirtschaftspolitik der nächsten Zeit wird allerdings entscheidend dafür sein, ob es zu einem langanhaltenden Aufschwung in den Industrieländern ähnlich wie in den achtziger Jahren kommt. Zu den wichtigen Bedingungen hierfür zählt, daß die Geldpolitik, die bislang vorrangig auf Konjunkturstimulierung ausgerichtet war, rasch auf einen potentialgerechten Kurs einschwenkt; nur so läßt sich vermeiden, daß sich die Inflation deutlich beschleunigt, was die Notenbanken wieder zu einem restriktiven Kurs veranlassen würde. Die Gefahr einer zu starken Expansion ergäbe sich besonders dann, wenn die Notenbanken versuchten, durch weitere Leitzinssenkungen dem Aufwärtstrend bei den langfristigen Zinsen entgegenzuwirken. Eine solche Strategie wäre zum Scheitern verurteilt, zumal der Rückgang der kurzfristigen Zinsen bislang schon sehr ausgeprägt war und bereits Inflationsbefürchtungen hervorgerufen hat.

Die Lohnpolitik sollte den Knappheitsverhältnissen auf dem Arbeitsmarkt Rechnung tragen. Eine Zurückhaltung bei den Löhnen – vor allem in Westeuropa – ist also erforderlich, weil die Arbeitslosigkeit hoch ist. Auch sollten die Bestrebungen, den Arbeitsmarkt zu liberalisieren, forciert werden. In einer Reihe von Ländern Westeuropas sind Maßnahmen vorgeschlagen worden, mit denen das Entstehen von neuen Arbeitsplätzen erleichtert werden soll. Zu nennen ist hier die Zulassung von niedrigeren Einstiegsgehältern für Berufsanfänger. Infolge erheblichen Widerstands seitens der Gewerkschaften sind sie aber erst zu einem Teil verwirklicht.

Bei der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte sollte in stärkerem Maße als bisher auf Ausgabenkürzungen gesetzt werden. Zumeist planen die Regierungen, die Defizite vor allem durch die Erhöhung von Steuern und Abgaben zu senken. Um die Wachstumskräfte zu stärken, ist es notwendig, daß dieser Kurs korrigiert wird.

## Summary

### Recovery in Industrial Countries Gains Momentum

The situation in the world economy has continued to improve in the course of 1994. In practically all industrial countries, demand and production expanded considerably. Real GDP of Western European countries rose at an annual rate of almost 3 p.c. during the first half of 1994. While the recovery was slow and unstable during 1993, overall capacity utilization has now risen for the first time since 1990. Unemployment generally stopped growing in Western Europe, in a number of countries it even started to decline. Japan, too, has now overcome the recession. However, the rate of growth is still low due to the marked revaluation of the Yen that dampened export growth and investment activity. In the United States, the upswing continued. The rate of capacity utilization which had reached the normal level already early this year increased further, and unemployment edged down somewhat. World trade expanded more rapidly than last year, reflecting the faster growth in industrial countries and continued strong growth in many developing and newly industrialized countries. The overall picture for countries in Central and Eastern Europe is mixed; while production in many countries in Central Europe increased, the economies of the CIS experienced another sharp downturn.

As the recovery in industrial countries turned out to be strong – in many cases surprisingly so –, interest rates were cut further only in a small number of countries; apart from the US-Fed, a few central banks in Europe even raised their key rates during the summer. One reason for this caution was the fear that inflation might increase in the future. Indeed, important indicators pointed in that direction. In the wake of the strong recovery in the world economy, raw material prices surged. In many countries, producer prices started to rise again. Consumer price inflation did not come down further – as during the winter months – but remained largely unchanged at 2.5 p.c. (annual rate) for the industrial countries as a whole. Finally, the strong increase of long-term interest rates signaled a change in the inflation environment.

#### *Rise in Long-Term Interest Rates Reflects Strong Recovery but also Higher Inflationary Expectations*

Since the beginning of the year, long-term interest rates have increased in practically all industrial countries; the change amounted to some two percentage points. One reason for this turnaround is that the demand for capital strengthened in the course of the worldwide recovery. Thus, part of the increase in nominal rates most likely reflects an increase in the real rate of interest. This conclusion is compatible with the behavior of the yield on indexed bonds in the United Kingdom; since the beginning of this year, it has increased by about one percentage point. Fears, however, that the rise in the real rate could endanger the continuation of the upswing are unfounded. Those investments which are undertaken because of the rise in the profitability of capital need financing by

additional savings; this exactly is what the increase in the real interest rate brings about, it mobilizes world savings.

The second reason for the rise in nominal interest rates is that central banks may have followed an expansionary course for too long. Indeed, the US-Fed had kept short-term interest rates very low for an extended period of time, and the Deutsche Bundesbank lowered the key rates even in the course of 1994 when money growth exceeded the target range by far indicating a possible upturn in inflation. The increase in long-term nominal interest rates exceeded that of the yield on indexed bonds (approximately the „real interest rate“) substantially; this implies that, obviously, expected inflation in industrial countries has risen.

### *Government Budgets Need Consolidation*

During the past recession, public finances in the industrial countries deteriorated considerably. Although budget deficits in general did not exceed the levels reached at the beginning of the 1980s, a growing need for fiscal consolidation is felt because of high and rapidly increasing debt-to-GDP ratios. The fact that gross public debt as a proportion of GDP rose all through the 1980s in spite of the extended cyclical upswing points out that efforts for a reduction of deficits have to be much more decisive in order to improve fiscal positions. The ratio of current receipts to GDP increased significantly over the last decade and has already reached intolerable levels in many cases. Therefore, the strategy for fiscal consolidation should focus on cuts in public expenditures in order to strengthen the growth dynamics of the economy.

### *Upswing Will Continue*

Over the forecast horizon, differences in cyclical positions will more and more diminish. While growth in the United States will slow down from the high speed seen until mid 1994, output in Western Europe and Japan will gradually pick up. In 1995, real GDP of the industrial countries is projected to surpass the pre-year's level by 2.5 p.c. Against this background, the expansion of world trade will accelerate slightly to 7 p.c. following 6 p.c. in 1994. Disinflation will continue in only a small number of countries. Generally, inflation is expected to creep up again in the course of this year or next, albeit at a moderate pace.

Given the projected growth for the industrial countries, a significant build-up of bottlenecks is not likely at this stage of the recovery. To that extent, the cyclical development in 1995 looks to be without major problems, comparable to the situation in 1983 when the recovery was well under way with no significant tensions in sight. However, current economic policies must be designed to secure a long-lasting upswing as, for example, the one experienced in the 1980s. One important condition for stable growth is that monetary policy switches from expansionary to neutral in order to prevent inflation from rising markedly, which would make it necessary to step on the brakes again.

### Literaturverzeichnis

- BARRO, Robert J., *Macroeconomics*. 4. Aufl., New York 1993.
- , „What the Fed Can't Do“. *The Wall Street Journal Europe*, 22. August 1994.
- DEUTSCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG (DIW), INSTITUT FÜR WELTWIRTSCHAFT AN DER UNIVERSITÄT KIEL (IFW), INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG HALLE (IWH), *Die wirtschaftliche Lage Rußlands – Beschleunigte Talfahrt durch verschleppte Reformen. Vierter Bericht. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionsbeiträge*, 232, Mai 1994.
- DÖPKE, Jörg, Klaus-Jürgen GERN, „Indikatoren für die konjunkturellen Wirkungen der Geldpolitik – Evidenz aus sechs großen Industrieländern“. *Institut für Weltwirtschaft, Kieler Arbeitspapiere*, 593, September 1993.
- FELDSTEIN, Martin, „A Hidden \$ 100 Billion Tax Increase“. *The Wall Street Journal*, 9. August 1994.
- GERN, Klaus-Jürgen, Klaus-Werner SCHATZ, Joachim SCHEIDE, Ralph SOLVEEN [1994 a], „Industrieländer: Erholung gewinnt an Breite“. *Die Weltwirtschaft*, 1994, S. 1–27.
- , –, – [1994 b], „Spürbare Besserung der Weltkonjunktur“. *Die Weltwirtschaft*, 1994, S. 133–153.
- KRÄMER, Jörg W., Joachim SCHEIDE, *Geldpolitik: Zurück zur Potentialorientierung. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionsbeiträge*, 235, Juli 1994.
- OECD [a], *Economic Outlook*. Nr. 55, Paris, Juni 1994.
- [b], *Main Economic Indicators*. Paris, August 1994.