

Lapp, Susanne; Schatz, Klaus-Werner; Scheide, Joachim; Solveen, Ralph

Article — Digitized Version

Industrieländer: Aufschwung flacht sich ab

Die Weltwirtschaft

Provided in Cooperation with:

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

Suggested Citation: Lapp, Susanne; Schatz, Klaus-Werner; Scheide, Joachim; Solveen, Ralph (1995) : Industrieländer: Aufschwung flacht sich ab, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 2, pp. 117-143

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/1646>

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.

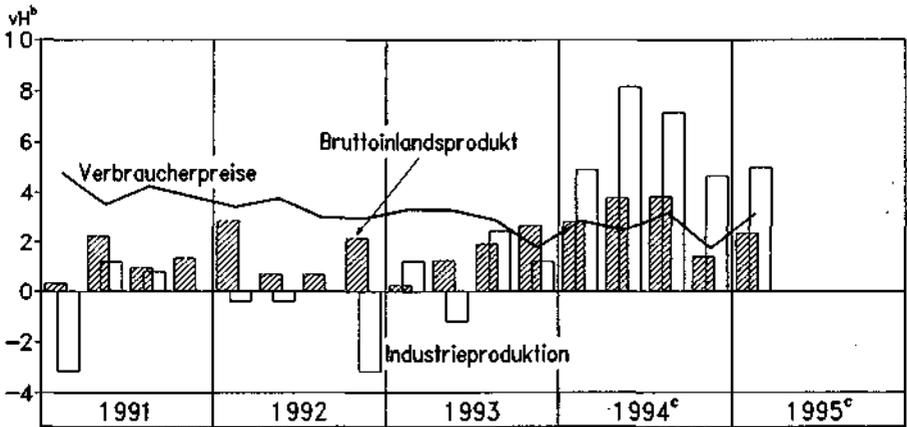
Industrielländer: Aufschwung flacht sich ab

Von **Susanne Lapp, Klaus-Werner Schatz, Joachim Scheide**
und **Ralph Solveen**

Die Aufwärtsentwicklung in der Weltwirtschaft setzte sich im Verlauf des Jahres 1995 fort. In den Industrieländern hat die konjunkturelle Dynamik allerdings nachgelassen. In Westeuropa nahm das Aufschwungstempo, das 1994 sehr kräftig gewesen war, leicht ab; dämpfend wirkte die vielfach erhöhte Abgabenbelastung. Die Expansion der amerikanischen Wirtschaft verlangsamte sich nach der Jahreswende als Folge der engeren Geldpolitik deutlich. In Japan blieb die Erholung unstetig und schwach. Das reale Bruttoinlandsprodukt dürfte in den Industrieländern insgesamt im Winterhalbjahr 1994/95 mit einer laufenden Jahresrate von rund 2 vH zugenommen haben, nach reichlich 3 vH im Sommerhalbjahr 1994 (Schaubild 1). Die Arbeitsmarktsituation hat sich in den meisten Ländern verbessert, wenn auch häufig nur geringfügig; im Frühjahr lag die durchschnittliche Arbeitslosenquote um reichlich einen halben Prozentpunkt unter dem Niveau vor einem Jahr, als der Höchststand in diesem Zyklus erreicht worden war. In vielen Ländern Südostasiens und Lateinamerikas war das Wirtschaftswachstum bis zuletzt kräftig. Nach wie vor sehr differenziert ist die wirtschaftliche Situation in Mittel- und Osteuropa; in einer Reihe von Reformstaaten haben sich die Wachstumskräfte gefestigt, in den meisten Ländern der GUS hingegen sank die Produktion erneut. Mit der zügigen Expansion in der Weltwirtschaft wurde der Warenaustausch zwischen den Ländern merklich ausgeweitet; der reale Welthandel nahm 1994 mit einer Rate von rund 9 vH zu. Der Preisauftrieb verstärkte sich in einigen Industriestaaten leicht; im Durchschnitt betrug der Anstieg der Verbraucherpreise im Winterhalbjahr knapp 3 vH. Die Hausse an den Rohstoffmärkten, die sich im vergangenen Jahr mit dem kräftigen Konjunkturaufschwung eingestellt hatte, ist abgeklungen; seit Jahresbeginn zogen die Rohstoffpreise (auf Dollarbasis) nur noch wenig an.

Im Verlauf dieses Jahres kam es zu ausgeprägten Wechselkursbewegungen. Der US-Dollar und einige europäische Währungen werteten sich deutlich ab, der japanische Yen und die D-Mark, ebenso die im europäischen Währungsverbund an die D-Mark gekoppelten Währungen, gewannen erheblich an Wert. Nicht zuletzt in Reaktion auf die Verschiebung der Kursrelationen wurden die Leitzinsen in Japan und in Deutschland nochmals gesenkt; in mehreren Ländern Westeuropas wurden sie teilweise spürbar erhöht, um den Abwertungsdruck zu mildern. Mit den Wechselkursänderungen gingen markante Bewegungen der Kapitalmarktzinsen einher; die langfristigen Zinsen stiegen in jenen europäischen Ländern, deren Regierungen die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte offenbar nicht zugetraut wurde. Alles in allem vergrößert sich die Gefahr, daß die Notenbanken auf die Ereignisse an den Devisenmärkten zu stark reagieren; die Erfahrung zeigt, daß die Konjunktur dadurch destabilisiert werden kann.

Schaubild 1 – Reales Bruttoinlandsprodukt, Industrieproduktion und Verbraucherpreise in den Industrieländern^a



^a OECD-Länder, ohne Türkei. - ^b Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate. - ^c Teilweise geschätzt.



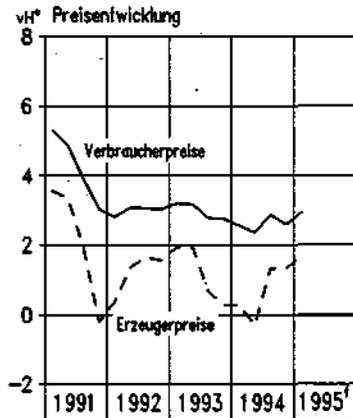
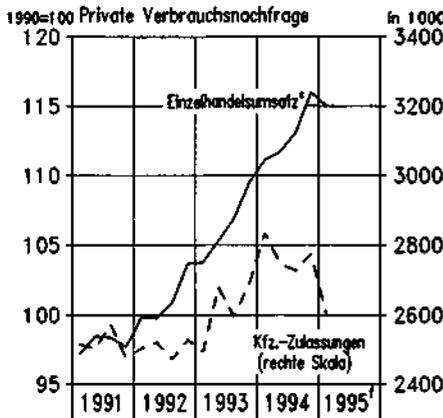
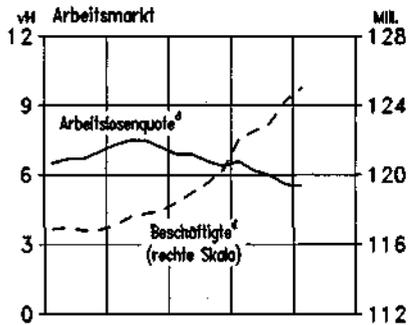
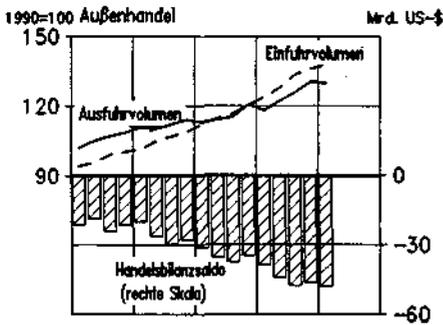
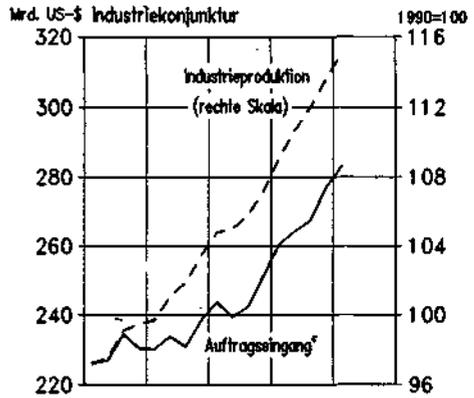
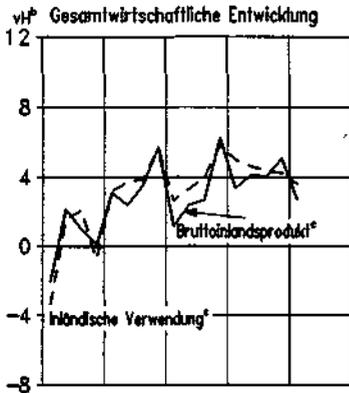
Vereinigte Staaten: Höhepunkt des Booms überschritten

In den Vereinigten Staaten hat sich das Aufschwungtempo abgeschwächt; der straffe Kurs der Geldpolitik wirkt sich nun aus. Nachdem das Bruttoinlandsprodukt im letzten Quartal des Vorjahres mit einer laufenden Jahresrate von 5 vH zugenommen hatte, halbierte sich die Rate danach (Schaubild 2). Zahlreiche Indikatoren deuten darauf hin, daß die Konjunktur an Fahrt verliert. So sind die Kapazitätsauslastung in der Industrie und die Auftragseingänge zuletzt gesunken, und die Einzelhandelsumsätze stagnieren seit Jahresbeginn. Auch wurde die Zahl der Beschäftigten nicht mehr so kräftig ausgeweitet wie noch im vergangenen Jahr; die Arbeitslosenquote erhöhte sich zuletzt sogar leicht.

Im Verlauf des Winterhalbjahrs 1994/95 nahmen die Wohnungsbauminvestitionen, vor allem als Folge der höheren Hypothekenzinsen, deutlich ab. Nach der Jahreswende verringerten sich auch die Ausgaben der Haushalte für dauerhafte Konsumgüter spürbar, die besonders zinsreagibel sind; der private Verbrauch expandierte deutlich langsamer als im Vorjahr. Dagegen reagierten die Investitionen der Unternehmen erst zuletzt auf die restriktive Geldpolitik; im Winterhalbjahr waren die Ausrüstungsinvestitionen noch mit einer laufenden Jahresrate von rund 20 vH gestiegen, und der Wirtschaftsbau war anhaltend stark ausgeweitet worden. Alles in allem erweist sich die Investitionsneigung in diesem Zyklus als sehr robust; ein wichtiger Grund hierfür ist, daß es nicht zu einer Gewinnkompression gekommen ist.

Während die Exporte 1994 sehr kräftig zugenommen hatten – im Durchschnitt des Jahres übertrafen sie das Niveau im Vorjahr um 9 vH –, gingen sie im bisherigen Verlauf von 1995 leicht zurück. Die Entwicklung der Ausfuhr ist in diesem Aufschwung allerdings sehr unsteady. Zu der Schwäche in jüngster

Schaubild 2 – Indikatoren^a zur konjunkturellen Entwicklung in den Vereinigten Staaten



^a Saisoneingl. – ^b Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate. –
^c Red. – ^d Ab 1994 neue Erhebungsmethode. – ^e Veränderung gegenüber dem Vorjahr. –
^f Teilweise geschätzt.



Zeit hat beigetragen, daß die Nachfrage aus Mexiko – dem drittgrößten Handelspartner der Vereinigten Staaten – sank und auch die Konjunktur in Kanada an Schwung verlor.

Das Preisklima hat sich nicht nennenswert verschlechtert. Die Konsumgüter verteuerten sich im Verlauf dieses Jahres um etwa 3 vH und damit nur geringfügig mehr als im Sommerhalbjahr 1994, als die Inflation ihren Tiefpunkt in diesem Zyklus erreicht hatte. Der Anstieg der Erzeugerpreise hat sich etwas verstärkt. Alles in allem ist aber eine ähnlich deutliche Beschleunigung des Preisaufretriebs wie in früheren Phasen der Hochkonjunktur ausgeblieben. Dazu hat zum einen beigetragen, daß die Notenbank mit den Zinsanhebungen frühzeitig die Inflationserwartungen dämpfte und die Überwälzungsspielräume einschränkte. Zum anderen blieb der Kostendruck insgesamt gering, wenn auch die Lohnstückkosten zuletzt rascher zugenommen haben, da sich der Produktivitätszuwachs abschwächte.

Die amerikanische Notenbank hat die Leitzinsen seit dem Februar dieses Jahres nicht mehr heraufgesetzt. Die Federal Funds Rate beträgt seitdem 6 % und ist damit um drei Prozentpunkte höher als vor der Zinswende im Februar 1994. Infolge der Anhebungen hat sich die Geldmengenerweiterung erheblich verlangsamt. Mit der Dämpfung der Konjunktur, die nun eingesetzt hat, ist es nicht wahrscheinlich, daß die Notenbank die Zinsen nochmals erhöht. Dazu würde es nur kommen, wenn sich der Preisaufrtrieb doch noch merklich beschleunigte. Dagegen spricht aber, daß sich das Niveau der langfristigen Zinsen deutlich zurückgebildet hat. Nach dem raschen Anstieg bis zum Herbst 1994 sind die Kapitalmarktzinsen um mehr als einen Prozentpunkt gesunken. Wir rechnen nicht mehr damit, daß sich die Inflation markant verstärkt. Für die Prognose wird unterstellt, daß die kurzfristigen Zinsen nicht mehr steigen. Im späteren Verlauf dieses Jahres und auch 1996 dürften die Leitzinsen sogar gesenkt werden, nachdem sich die Konjunktur nachhaltig abgeschwächt haben wird.

Die amerikanische Regierung verfolgt seit geraumer Zeit eine Politik, die das Defizit im Bundeshaushalt zurückführen soll. Seit nunmehr vier Jahren nimmt der Staatsverbrauch in realer Rechnung ab; dies setzte sich im Winterhalbjahr fort. Das Haushaltsdefizit belief sich im vergangenen Fiskaljahr auf rund 200 Mrd. US-Dollar (rund 3 vH des nominalen Bruttoinlandsprodukts). Auch bereinigt um konjunkturelle Effekte hat sich der Fehlbetrag in den letzten Jahren deutlich zurückgebildet. Das strukturelle Defizit der Gebietskörperschaften insgesamt hatte im Jahr 1992 noch annähernd 4 vH des Bruttoinlandsprodukts betragen; im vergangenen Jahr ist es auf rund 2 vH gesunken. Von der Ausgabenpolitik dürften im weiteren Verlauf dieses Jahres und auch 1996 leicht dämpfende Wirkungen auf die wirtschaftliche Aktivität ausgehen. Ihnen stehen Anregerungen durch die Steuerpolitik gegenüber; so werden 1996 die Einkommensteuern gesenkt. Es ist allerdings kaum damit zu rechnen, daß die Entlastungen umfangreich sein werden, denn die Regierung bleibt bestrebt, das Haushaltsdefizit weiter zu reduzieren. Im großen und ganzen gehen von der Finanzpolitik kaum anregende Impulse auf die Konjunktur aus.

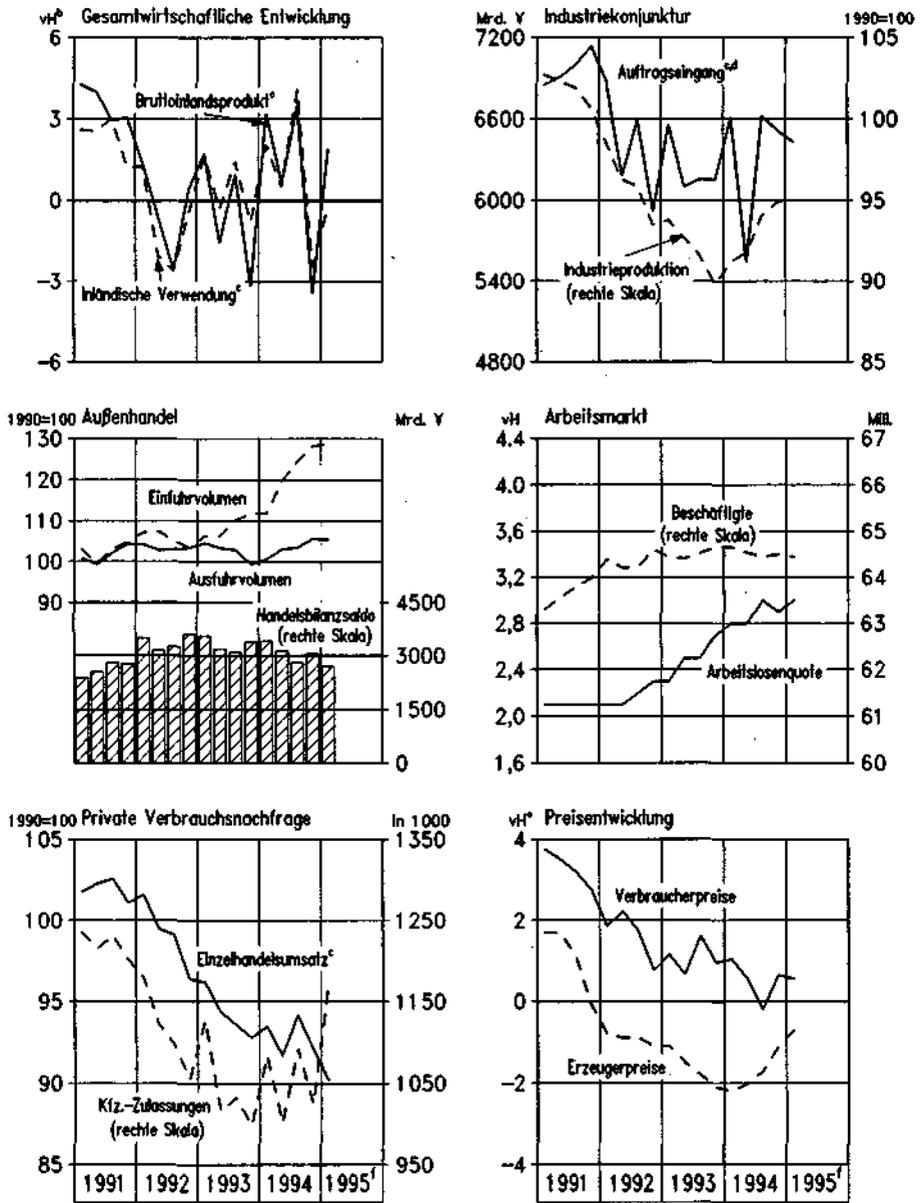
Vor allem wegen der dämpfenden Effekte der Geldpolitik wird sich die konjunkturelle Aufwärtsentwicklung eine Zeitlang abflachen. Insbesondere werden

die Ausgaben im Wohnungsbau zur Schwäche neigen. Mit dem nur mäßigen Anstieg der Beschäftigung dürften die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte nur noch langsam zunehmen, der private Konsum wird weniger rasch expandieren als im vergangenen Jahr. Auch scheint die Anpassung der Lager an die geringere Ausweitung der Endnachfrage noch nicht vollzogen zu sein; im Sommerhalbjahr 1995 ist daher mit einer nur moderaten Aufstockung der Vorräte zu rechnen. Ein Einbruch der Konjunktur ist aber wenig wahrscheinlich. Zwar hat die Notenbank die Zügel spürbar gestrafft, was sich auch daran zeigt, daß sich die Zinsdifferenz (der Abstand zwischen langfristigen und kurzfristigen Zinsen) verringert hat; sie ist aber immer noch positiv. In der Vergangenheit ist es nur dann zu einer Rezession gekommen, wenn die kurzfristigen die langfristigen Zinsen überstiegen, die Zinsstruktur also invers war. Auch wird sich der Druck seitens der Lohnpolitik nicht verstärken, die Reallöhne dürften sich nur wenig erhöhen. Somit werden die Gewinnaussichten günstig bleiben und die Investitionsneigung der Unternehmen stützen. Die Auslandsnachfrage wirkt weiterhin anregend, doch ist damit zu rechnen, daß sich das Expansionstempo der Ausfuhr gegenüber dem im Jahr 1994 verlangsamt. In zwei wichtigen Handelspartnerländern (Kanada, Mexiko) schwächt sich die Konjunktur deutlich ab, und auch in Westeuropa läßt die konjunkturelle Dynamik nach. Alles in allem dürfte das reale Bruttoinlandsprodukt im Prognosezeitraum etwas langsamer steigen als das Produktionspotential. Im Jahr 1995 wird der Zuwachs gegenüber dem Vorjahr – wegen des hohen Produktionsniveaus, das gegen Ende des Jahres 1994 erreicht worden war – noch rund 3 vH betragen, im kommenden Jahr dürfte er auf knapp 2 vH zurückgehen. Der Preisauftrieb wird sich nicht spürbar beschleunigen. Die Verbraucherpreise dürften im Durchschnitt des Jahres 1995 das Niveau im Vorjahr um annähernd 3,5 vH übertreffen; im kommenden Jahr wird die Rate ähnlich hoch sein.

Nur schwache Erholung in Japan

Die konjunkturelle Erholung in Japan ist bis zuletzt mit wenig Schwung und sehr un stetig verlaufen. Im Winterhalbjahr 1994/95 kam die Zunahme des Bruttoinlandsprodukts vorübergehend sogar zum Stillstand (Schaubild 3). In den vergangenen Jahren hat die Fiskalpolitik versucht, durch mehrere Programme der Konjunktur Impulse zu geben. Auch die Geldpolitik hat einen Kurs eingeschlagen, der in früheren Rezessionen stets zu einer raschen und lebhaften Erholung geführt hat. Letztlich ausschlaggebend für die nur sehr zögernde konjunkturelle Wende dürften zwei Gründe sein. Zunächst ist die finanzielle Konsolidierung, zu der der starke Fall von Aktienkursen und Immobilienpreisen am Beginn der neunziger Jahre die Unternehmen gezwungen hatte, nur langsam vorangekommen. Zusätzlich ergab sich aus der massiven Höherbewertung des Yen struktureller Anpassungsbedarf. Zumindest in einem beträchtlichen Teil dürfte die Aufwertung wohl dauerhaft sein mit der Folge, daß Kapazitäten in großem Umfang stillgelegt werden müssen. Da die Höherbewertung des Yen die Unternehmen zugleich bei der finanziellen Konsolidierung zurückgeworfen hat, ist die ohnehin mühsame Umstrukturierung auf neue Fertigungen in der

Schaubild 3 – Indikatoren^a zur konjunkturellen Entwicklung in Japan



^a Saisonbereinigt. - ^b Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate. - ^c Real. - ^d Maschinenbau. - ^e Veränderung gegenüber dem Vorjahr. - ^f Teilweise geschätzt.



Industrie und in den Dienstleistungen erschwert. Eine raschere Anpassung der Wirtschaft wird beispielsweise auch dadurch verhindert, daß bei dem traditionellen System des Lebensarbeitsverhältnisses die Belegschaften nicht rasch verringert werden. So große Kostenreduktionen, wie sie nun erforderlich sind, sind aber offensichtlich auch dann nicht schnell zu erzielen, wenn die Löhne und sonstige Bestandteile der Arbeitseinkommen – wie in Japan – auf konjunkturelle Wechsellagen relativ flexibel angepaßt werden können. Hinzu kommt, daß vor allem im Dienstleistungssektor zahlreiche Regulierungen den Strukturwandel hemmen.

Im Winterhalbjahr 1994/95 entwickelten sich die Unternehmensinvestitionen weiterhin schwach. Die Überkapazitäten sind nach wie vor groß, und der Kostendruck läßt erst allmählich nach. Während die Erzeugerpreise rückläufig waren, nahmen die Lohnstückkosten in den vergangenen drei Jahren zu. Die Sachkapitalrendite sank 1993 auf den niedrigsten Stand seit 20 Jahren (Yamaichi Research Institute 1995: 38); sie erhöhte sich auch 1994 kaum und lag deutlich unter den an den Geld- und Kapitalmärkten erzielbaren Renditen. Die Industrieproduktion ist im Winterhalbjahr mit einer laufenden Jahresrate von knapp 6 vH ausgedehnt worden. Hierin spiegelt sich die erhöhte Fertigung von Kapitalgütern und Zwischenprodukten für den Export nach Südostasien wider; diese Güter dienen zu einem großen Teil japanischen Investoren, die als Reaktion auf die Aufwertung des Yen zunehmend Produktionsstätten ins Ausland – bevorzugt in Billiglohnländer – verlagern. Die Produktion für den heimischen Markt und insbesondere diejenige von Konsumgütern verharrte dagegen auf niedrigem Niveau. Bei der anhaltend schwierigen Lage in der privaten Wirtschaft waren die Lohnerhöhungen (rund 2,5 vH) in diesem Frühjahr für japanische Verhältnisse sehr niedrig; die variablen Lohnanteile waren rückläufig, so daß es insgesamt nicht zu einer Reallohnzunahme kam. Dies führte zusammen mit der ungewohnt hohen Arbeitslosigkeit und unsicheren Erwartungen hinsichtlich der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung zu einer leichten Einschränkung des Konsums im Winterhalbjahr. Die Senkung der Einkommensteuer, die zu umfangreichen Rückerstattungen im Juni und Dezember vergangenen Jahres geführt hatte, konnte der Konsumbereitschaft lediglich kurzzeitig anregen; die Konsumneigung blieb alles in allem schwach, und die privaten Haushalte reduzierten ihre Schuldenlast oder bildeten Sparguthaben. Lediglich die Zahl der Pkw-Käufe stieg vorübergehend; die Verbraucher reagierten damit auf umfangreiche Sonderangebote der Automobilhersteller zum Ende des Geschäftsjahres.

Der öffentliche Verbrauch und die Investitionen der öffentlichen Hand stabilisierten sich – nachdem sie bis zum Sommer des letzten Jahres kräftig gestiegen waren – auf hohem Niveau; zusätzliche Anstöße für eine konjunkturelle Erholung erfolgten von ihnen danach nicht mehr. Ausgeprägte Impulse gingen zu Beginn des Winterhalbjahres von der hohen Auslandsnachfrage aus; sie verloren zuletzt allerdings an Bedeutung. Der Anstieg der Exporte verlangsamte sich, und gleichzeitig gewannen die im Zuge der Yen-Aufwertung verbilligten Importe an Dynamik. Der Leistungsbilanzüberschuß auf Yen-Basis ging damit zurück. Die Arbeitslosenquote erreichte im April den historischen Höchststand von 3,2 vH. Die Verbraucherpreise blieben angesichts der schwachen Nachfrage

nahezu unverändert. Dabei entwickelten sich die Preise sehr uneinheitlich. Private Dienstleistungen und viele Verbrauchsgüter verbilligten sich, während die Preise für frische Nahrungsmittel und einige öffentliche Leistungen stiegen. Auf der Ebene des Großhandels überwogen die Preissenkungstendenzen. Dies ist hauptsächlich auf die stärkere Konkurrenz billigerer Importe zurückzuführen.

Durch wiederholte Zinssenkungen hat die japanische Zentralbank in den vergangenen Jahren versucht, die wirtschaftliche Entwicklung anzukurbeln. Vor dem Hintergrund der erneut stockenden Erholung und der erheblichen Aufwertung des Yen senkte die Zentralbank den Diskontsatz im April nochmals auf nun 1 %. Die Geldpolitik wirkt jedoch weniger expansiv, als es in den Zinsen zum Ausdruck kommt. Die Geldmenge steigt nämlich weiterhin nur sehr langsam. Bei dem trendmäßigen Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit von 1,5 vH und ein Wachstum des Produktionspotentials von rund 2 vH besteht bei der momentanen Zuwachsrate der Geldmenge M2 (einschließlich Depositenzertifikate) von rund 3 vH keinerlei Inflationsgefahr. Daß die Geldmenge trotz der sehr niedrigen Zinsen so schwach expandiert, liegt vor allem an der insgesamt sehr schwachen Verfassung der japanischen Wirtschaft; sie spiegelt sich in einer äußerst niedrigen Geldnachfrage wider. Auch spielt eine Rolle, daß die Geschäftsbanken weiterhin mit erheblichen Schwierigkeiten zu kämpfen haben, da immer noch ein beträchtlicher Wertberichtigungsbedarf bei Engagements aus der Zeit der Aktien- und Immobilienhaussse besteht und daher bei der Vergabe neuer Kredite nur sehr vorsichtig vorgegangen wird. Die Zurückhaltung der Zentralbank, den Aufschwung durch weitere Zinssenkungen zu stützen, beruht offenbar auf den Erfahrungen der Vergangenheit: durch ihre jahrelange Politik des billigen Geldes hatte die Notenbank die „Bubble Economy“ erst ermöglicht, in deren Folge es zu einem kräftigen konjunkturellen Aufschwung, aber auch zu spekulativen Übersteigerungen bei den Preisen für Aktien und Immobilien gekommen war. Es ist deswegen damit zu rechnen, daß sie die Geldpolitik nur vorsichtig lockert.

Für das laufende Haushaltsjahr beabsichtigte die Regierung ursprünglich, die Staatsausgabenquote zu reduzieren, nachdem diese in den vergangenen drei Jahren durch vier Konjunkturprogramme, – sie erreichten insgesamt einen Umfang, der rund 10 vH des Bruttoinlandsprodukts entspricht – deutlich erhöht worden war. Ebenfalls sollte damit begonnen werden, das in den Rezessionsjahren sowohl von der Zentralregierung als auch von den Gebietskörperschaften erheblich ausgeweitete Defizit zurückzuführen. Aufgrund des Erdbebens im Januar, der Aufwertung des Yen seit Jahresbeginn und der erneut pausierenden wirtschaftlichen Erholung ist es zu einer ersten Revision dieser Pläne gekommen. Bereits im Mai wurde dem Parlament ein Nachtragshaushalt für das seit April laufende Fiskaljahr vorgelegt, der der Finanzierung eines Konjunkturprogramms dienen soll. Dieses Konjunkturprogramm tritt teilweise an die Stelle auslaufender Programme und beträgt rund 2 700 Milliarden Yen. Damit entspricht es etwa 3 vH der staatlichen Gesamtausgaben bzw. 0,7 vH des Bruttoinlandsprodukts. Gut die Hälfte der zusätzlichen Mittel wird für Infrastrukturmaßnahmen in den vom Erdbeben zerstörten Gebieten aufgewendet. Weitere große Posten sind der Katastrophenschutz sowie – als Ausdruck der Bemühun-

gen der Regierung, den strukturellen Anpassungsbedarf zu stützen – die Wissenschafts- und Technologieförderung. Finanziert werden die zusätzlichen Ausgaben durch eine höhere Neuverschuldung des Staates. Die Finanzpolitik signalisiert mit diesem ersten Nachtragshaushalt des Fiskaljahres 1995/96 ihre Bereitschaft, der wirtschaftlichen Erholung Impulse zu geben, solange ihrer Einschätzung nach die expansiven Kräfte des privaten Sektors nicht ausreichen, den erhofften Aufschwung zu tragen. Pläne, einen weiteren, deutlich umfangreicheren Nachtragshaushalt noch im Sommer aufzulegen, werden bereits erarbeitet.

Für dieses Jahr ist lediglich mit einem geringen Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion zu rechnen. Die weitere deutliche Aufwertung des Yen seit Anfang des Jahres hat einen erneuten Rationalisierungsschub in den Unternehmen ausgelöst; die Kostenreduktion wird insbesondere durch eine Verringerung des Personalbestandes erfolgen. Erweiterungsinvestitionen werden kaum vorgenommen. Die negative Auswirkung der Höherbewertung des Yen auf die Exporttätigkeit wird vor allem in der zweiten Jahreshälfte deutlich sichtbar werden. Die noch zu einem niedrigeren Kurs abgeschlossenen Exportkontrakte sind dann abgewickelt; die Akquisition von Neuaufträgen aus dem Ausland wird durch die verminderte internationale Wettbewerbsfähigkeit erschwert. Während die Ausfuhr nur langsam zunimmt, werden bei den infolge der Aufwertung verbilligten Importen beträchtliche Zuwächse zu verzeichnen sein. Der Überschuß der Leistungsbilanz bleibt in diesem Jahr rückläufig. Für diese Prognose ist keine weitere Aufwertung des Yen bis Ende des Jahres angenommen worden. Die Anpassungen an das erreichte Wechselkursniveau werden im nächsten Jahr wohl so weit fortgeschritten sein, daß sich die Exporttätigkeit wieder erholt. Der private Verbrauch wird bei in diesem Jahr kaum steigenden Realeinkommen nur langsam zunehmen; erst für 1996 ist im Zuge einer beginnenden wirtschaftlichen Erholung eine merkliche Expansion des privaten Konsums zu erwarten. Erheblich ansteigen werden in diesem Jahr aufgrund der zusätzlichen Konjunkturprogramme lediglich die öffentlichen Investitionen und der Staatsverbrauch. Das Preisniveau wird angesichts der schwachen inländischen Nachfrage und des nachhaltigen Preisdrucks aus dem Ausland nahezu stabil bleiben. Da die Beschäftigung nur mit zeitlicher Verzögerung auf eine konjunkturelle Belebung reagiert, ist bis in das Jahr 1996 hinein eine weitere Zunahme der Arbeitslosigkeit wahrscheinlich. Das Bruttoinlandsprodukt wird 1995 um gut 1 vH höher als im Vorjahr; im kommenden Jahr dürfte die Zuwachsrate reichlich 2 vH betragen.

Westeuropa: Aufschwung in leicht verringertem Tempo

In Westeuropa hat sich der Aufschwung, der in den meisten Ländern im Winter 1993/94 begonnen hatte, fortgesetzt. Allerdings verlangsamt sich das Tempo der konjunkturellen Aufwärtsbewegung im Winterhalbjahr 1994/95 nach der kräftigen Beschleunigung im Sommerhalbjahr etwas. Besonders die Expansion des privaten Konsums hat sich in vielen Ländern verringert, eine Folge allgemein nur geringfügig steigender real verfügbarer Einkommen. Auch die von der Änderung der Lagerdispositionen ausgehenden Anstöße ließen nach. Überwie-

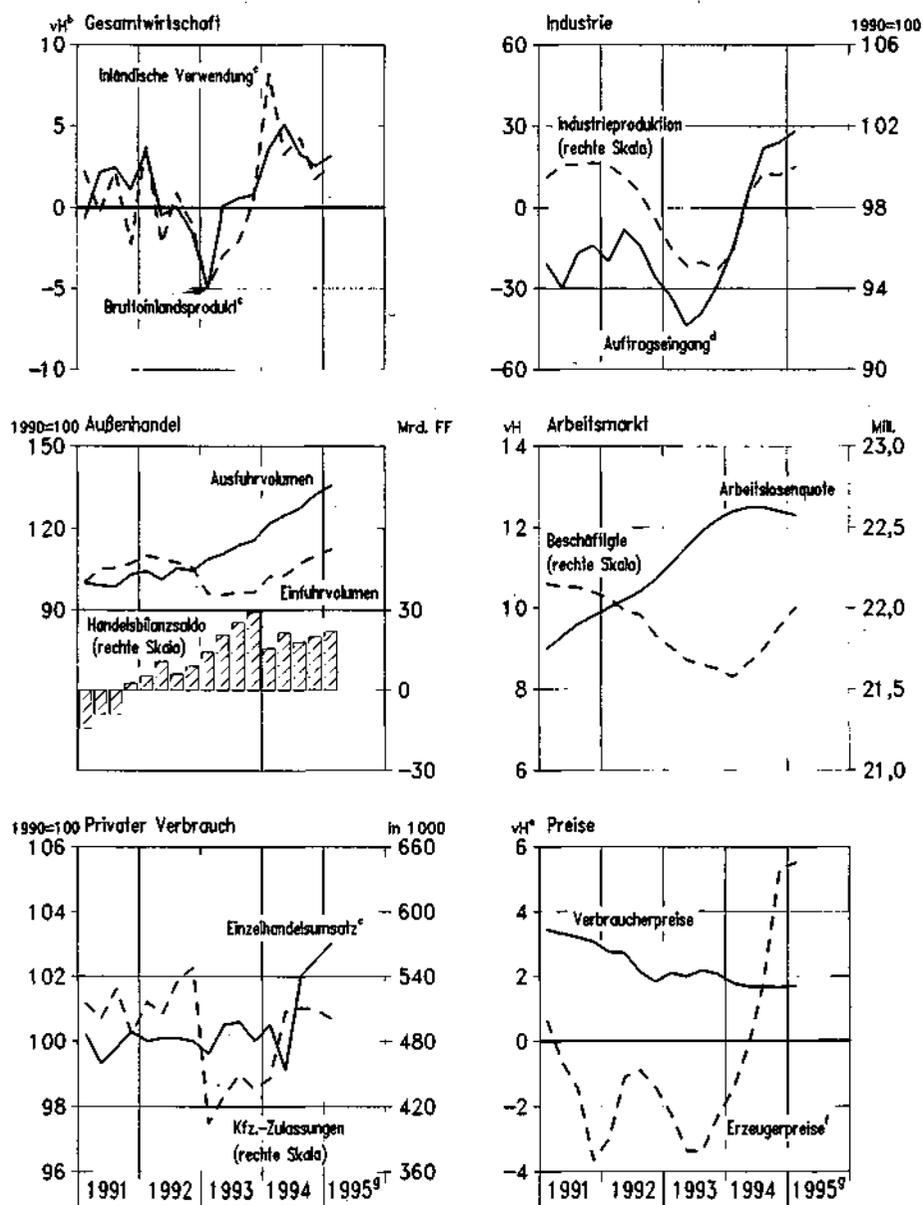
gend positiv entwickelten sich hingegen die Ausrüstungsinvestitionen. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt hat sich leicht gebessert. Die Zahl der Beschäftigten hat zumeist zugenommen, und die Arbeitslosenquote für Westeuropa insgesamt hat sich im Vergleich zur Mitte des letzten Jahres um einen halben Prozentpunkt auf knapp 11 vH zurückgebildet. Der Preisauftrieb blieb im allgemeinen mäßig; beschleunigt hat er sich in denjenigen Ländern, deren Währungen seit Herbst 1992 stark an Außenwert verloren haben oder in denen indirekte Steuern erhöht worden sind. Derzeit liegen die Konsumentenpreise durchschnittlich um rund 3 vH über ihrem Niveau vor einem Jahr.

In Frankreich hat sich die Aufwärtsbewegung der wirtschaftlichen Tätigkeit im Verlauf des Winterhalbjahrs etwas abgeflacht. Das Bruttoinlandsprodukt expandierte mit einer laufenden Jahresrate von reichlich 2,5 vH nach knapp 4 vH im Sommerhalbjahr (Schaubild 4). Ausschlaggebend hierfür war eine schwächere Ausweitung der Inlandsnachfrage, insbesondere des privaten Konsums. Trotz einer höheren Zahl an Beschäftigten und eines damit gestiegenen real verfügbaren Einkommens stagnierte der Verbrauch der Haushalte nahezu. Offenbar war die relativ starke Zunahme im zweiten und dritten Quartal des letzten Jahres zu einem großen Teil auf staatliche Maßnahmen wie z. B. die Subventionierung des Kaufs von Neuwagen zurückzuführen, die zu einem Vorziehen geplanter Anschaffungen führten. Die Ausrüstungsinvestitionen wurden in nahezu unverändertem Tempo ausgeweitet, stimuliert von guten Ertragsaussichten und einer höheren Kapazitätsauslastung. Dagegen haben die Bauinvestitionen nicht zugenommen; hier wirkten zahlreiche Leerstände und die hohen Realzinsen dämpfend. Etwas beschleunigt hat sich die Expansion der Ausfuhr. Aufgrund der konjunkturell starken Nachfrage aus anderen westeuropäischen Ländern hat sich die Lage am Arbeitsmarkt leicht entspannt. Nachdem die Zahl der Beschäftigten schon seit Anfang letzten Jahres gestiegen war – sie liegt jetzt um knapp 2 vH über ihrem damaligen Niveau – hat sich nun die Zahl der Arbeitslosen etwas verringert. Die Arbeitslosenquote betrug zuletzt reichlich 12 vH und war damit knapp einen halben Prozentpunkt niedriger als im Sommer 1994. Das Tempo des Auftriebs bei den Konsumentenpreisen blieb nahezu unverändert; diese lagen im April um 1,6 vH über ihrem Niveau zum gleichen Zeitpunkt im Vorjahr. Insbesondere die schwache Konsumnachfrage wirkte hier dämpfend.

In der Fiskalpolitik sind im letzten Jahr bei der Konsolidierung des Staatshaushalts keine Fortschritte erzielt worden. Das gesamtstaatliche Defizit in Relation zum Bruttoinlandsprodukt betrug 1994 wie in dem Jahr zuvor 6 vH. Vieles deutet darauf hin, daß sich das Defizit auch in diesem und im nächsten Jahr kaum verringern wird. Zwar sollen einige Abgaben erhöht werden, und der konjunkturelle Aufschwung wird steigende Steuereinnahmen zur Folge haben. Gleichzeitig hat die neue Regierung jedoch angekündigt, daß sie durch direkte Zuschüsse und das Erlassen von Sozialversicherungsbeiträgen zusätzliche Arbeitsplätze für Langzeitarbeitslose schaffen will. Insgesamt dürfte die französische Fiskalpolitik annähernd neutral auf die Konjunktur wirken.

Im Frühjahr hat die französische Notenbank das Niveau der kurzfristigen Zinsen deutlich erhöht, um dem Druck auf den Wechselkurs des Franc gegen-

Schaubild 4 – Indikatoren^a zur konjunkturellen Entwicklung in Frankreich



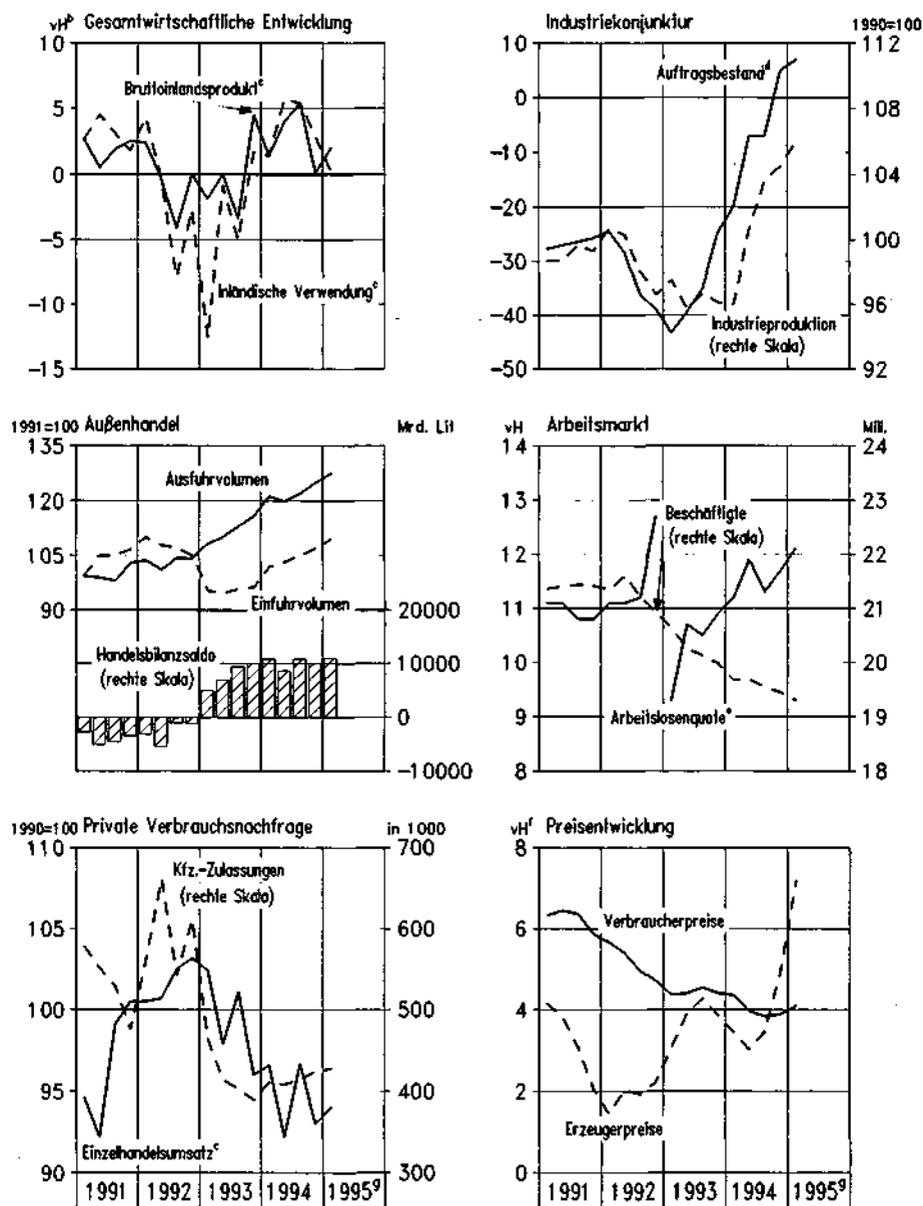
^a Saisonbereinigt. - ^b Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate. -
^c Real. - ^d Beurteilung durch Unternehmen. - ^e Veränderung gegenüber dem Vorjahr. -
^f Zwischenprodukte. - ^g Teilweise geschätzt.

über der D-Mark zu begegnen. Dieser resultierte zu einem großen Teil aus Befürchtungen der Finanzmärkte, daß die neue französische Regierung einen stark expansiven fiskalpolitischen Kurs einschlagen und die Politik, den D-Mark-/Franc-Wechselkurs konstant zu halten, aufgeben würde. Da sich diese Erwartungen unserer Ansicht nach als nicht zutreffend herausstellen werden und so der Abwertungsdruck auf die französische Währung nachlassen wird, rechnen wir damit, daß die Notenbank die kurzfristigen Zinsen in der nächsten Zeit wieder herabsetzen wird, um die binnenwirtschaftliche Entwicklung nicht zu beeinträchtigen. Für das Ende dieses und den Verlauf des nächsten Jahres ist dann wiederum mit langsamen Zinsanhebungen zu rechnen. Zum einen wird die dann über dem Potentialwachstum liegende Expansionsrate des Bruttoinlandsprodukts dafür sprechen, die Geldpolitik etwas zu straffen, um so frühzeitig einer Beschleunigung des Preisauftriebs entgegenzuwirken. Zum anderen dürfte die Bundesbank zu diesem Zeitpunkt ebenfalls die Zinsen erhöhen (vgl. Boss et al. 1995). In der jüngeren Vergangenheit ist die französische Geldpolitik in der Grundtendenz zumeist dem Kurs der Deutschen Bundesbank gefolgt.

Für den weiteren Verlauf dieses Jahres ist mit einer leichten Beschleunigung des konjunkturellen Aufschwungs in Frankreich zu rechnen. Die Expansion der Inlandsnachfrage dürfte sich verstärken. Stimuliert durch die steigende Zahl an Beschäftigten, größere Lohnzuwächse und in der Folge höhere Realeinkommen wird der Verbrauch der Haushalte merklich ausgeweitet. Die Investitionen werden in wenig verändertem Tempo zunehmen, wobei die Dynamik bei fortgesetzt guten Absatz- und Ertragsaussichten hauptsächlich von den Ausrüstungsinvestitionen kommen wird. Bei den Ausfuhren ist dagegen eine leichte Verlangsamung zu erwarten. Hier dürfte die deutliche Aufwertung des Franc gegenüber den Währungen wichtiger Handelspartnerländer – wie z. B. Italien und Spanien – während der letzten Monate die Absatzchancen der französischen Exporteure verschlechtert haben. Da die anregenden Wirkungen der Geldpolitik nachlassen werden, wird sich die Expansion der wirtschaftlichen Tätigkeit im nächsten Jahr leicht verlangsamen. Auch dürfte sich der Anstieg der Nachfrage aus dem Ausland nach französischen Produkten infolge der leichten Abflachung des Aufschwungs in Westeuropa verringern. Insgesamt wird das Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr um knapp 3 vH und nächstes Jahr um reichlich 2,5 vH über dem Niveau im jeweiligen Vorjahr liegen. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt wird sich voraussichtlich nur wenig verbessern; der Preisauftrieb bleibt niedrig, wenn auch viele Unternehmen wegen rascher steigender Lohnstückkosten und der höheren Kapazitätsauslastung die Preise etwas stärker anheben werden.

In Italien hat sich die wirtschaftliche Erholung – wenn auch in im Vergleich zum Sommerhalbjahr merklich abgeschwächten Tempo – im Winterhalbjahr fortgesetzt. Das Bruttoinlandsprodukt expandierte mit einer laufenden Rate von knapp 1,5 vH (Schaubild 5). Getragen wird die Aufwärtsentwicklung fast ausschließlich von dem deutlichen Anstieg der Ausfuhren. Aufgrund ihrer guten Wettbewerbsposition infolge der starken Abwertung der italienischen Lira – diese verlor seit Herbst 1992 ein Viertel ihres realen Außenwertes – konnten die italienischen Exporteure ihren Absatz im Ausland merklich steigern. Da

Schaubild 5 – Indikatoren^a zur konjunkturellen Entwicklung in Italien



^a Saisonbereinigt. - ^b Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate. - ^c Red. - ^d Beurteilung durch Unternehmen. - ^e Ab Anfang 1993 neue Erhebungsmethode. - ^f Veränderung gegenüber dem Vorjahr. - ^g Teilweise geschätzt.

inzwischen in vielen exportorientierten Unternehmen Kapazitätsengpässe auftreten und die Absatz- und Ertragsaussichten weiter gut sind, haben die Ausrüstungsinvestitionen trotz anziehender langfristiger Zinsen merklich zugenommen. Auch die Lager wurden in erheblichem Maße aufgestockt. Auf die privaten Bauinvestitionen wirkte sich dagegen das höhere Zinsniveau negativ aus. Zusätzlich gingen die öffentlichen Bauinvestitionen im Zuge der Sparbemühungen zurück. Abgeflacht hat sich das Tempo der Expansion des privaten Konsum, der während des Sommerhalbjahrs noch stark ausgeweitet worden war. Dies war bei sinkenden real verfügbaren Einkommen ausschließlich durch eine Reduzierung der Sparquote finanziert worden. Die weitere Verschlechterung der Lage am Arbeitsmarkt – die Zahl der Beschäftigten ist gesunken, die Arbeitslosenquote hat sich auf knapp 12,5 vH erhöht – und die Aussicht auf neuerliche Abgabenerhöhungen führten dazu, daß die Sparneigung im Winterhalbjahr nicht mehr merklich gesunken ist. Der Anstieg der Verbraucherpreise hat sich im Winterhalbjahr spürbar beschleunigt. Die Inflationsrate betrug im Mai 5,5 vH, nachdem sie bis zum Herbst 1994 auf 3,7 vH gesunken war, dem tiefsten Stand in den letzten 25 Jahren. Diese Tendenzumkehr wurde dadurch verursacht, daß sich nun die wiederholte Abwertung der Lira merklich auf das inländische Preisniveau auswirkt. Waren die Unternehmen angesichts der schwachen Inlandsnachfrage bis Mitte letzten Jahres nicht in der Lage, ihre gestiegenen Kosten für importierte Rohstoffe und Vorprodukte an die Abnehmer weiterzugeben, ist dies nunmehr angesichts der kräftig ausgeweiteten Ausfuhren und der höheren Kapazitätsauslastung eher möglich. Daß sich der Preisauftrieb derart drastisch verstärkt hat, lag aber auch daran, daß die Regierung erneut indirekte Steuern erhöht hat.

Der italienischen Finanzpolitik bereitet es nach wie vor große Schwierigkeiten, das Budgetdefizit spürbar zu verringern und so den Anstieg der Staatsverschuldung in Relation zum Bruttoinlandsprodukt zu stoppen. Als Haupthindernisse bei der Verwirklichung dieses Ziels erweisen sich die anziehenden langfristigen Zinsen – um einen Prozentpunkt höhere Zinsen vergrößern das Budgetdefizit in Relation zum Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr um einen halben Prozentpunkt – und die Probleme bei der Reform der Rentenversicherung, deren Defizit vom Staat ausgeglichen wird. Um ein Zunehmen des Haushaltsdefizits im Vergleich zum Stand im Jahre 1994 zu verhindern, hat das Parlament einen Nachtragshaushalt verabschiedet, der die Staatseinnahmen – hauptsächlich durch das Anheben von indirekten Steuern – um 15 Billionen Lire erhöhen und Ausgabenkürzungen von 5 Billionen Lire vorsieht. Insgesamt entsprechen diese Maßnahmen einer Größenordnung von reichlich 1 vH des Bruttoinlandsprodukts. Entscheidend für die Entwicklung der Staatsfinanzen wird aber sein, ob die geplante Rentenreform rasch realisiert wird. Gegenwärtig werden Fortschritte bei der Verminderung des Budgetdefizits teilweise durch einen schnell steigenden Fehlbetrag in der staatlichen Rentenversicherung zunichte gemacht. Anfang Mai hat die Regierung einen Entwurf für die Reform vorgelegt, der aber noch nicht vom Parlament gebilligt worden ist. Kurzfristig ist eine – gemessen am Defizit der Rentenversicherung von ungefähr 70 Billionen Lire im letzten Jahr – nur geringe Einsparung von 5 Billionen Lire vorgesehen. Auf

lange Sicht werden diese Ausgabenverringerungen aber zunehmen, da z. B. das Renteneintrittsalter schrittweise angehoben wird.

Die italienische Notenbank hat seit Mitte Februar angesichts des starken Wertverfalls der Lira und des sich beschleunigenden Preisauftriebs den Diskontsatz insgesamt um 1,5 Prozentpunkte auf 9% heraufgesetzt. Die kurzfristigen Zinsen lagen Ende Mai um rund 4 Prozentpunkte über ihrem Niveau im Sommer 1994. Die Geldmengenaggregate haben sich um etwa 2,5 vH seit dem Frühjahr des letzten Jahres verringert. Damit ist die italienische Geldpolitik derzeit als dämpfend zu bezeichnen. Der Kurs der italienischen Geldpolitik wird in den nächsten Monaten aber wohl wieder etwas gelockert werden. Wir rechnen damit, daß sich der Außenwert der Lira stabilisieren wird, die Inflationsrate nicht mehr deutlich steigen wird und Fortschritte bei der Konsolidierung der Staatsfinanzen erzielt werden. Die italienische Notenbank dürfte dann bis zum Ende dieses Jahres keine weiteren Zinsanhebungen mehr vornehmen. Vielmehr wird es zu einer teilweisen Rücknahme der Zinserhöhungen kommen. Die restriktive Wirkung der Geldpolitik auf die wirtschaftliche Entwicklung wird somit allmählich nachlassen.

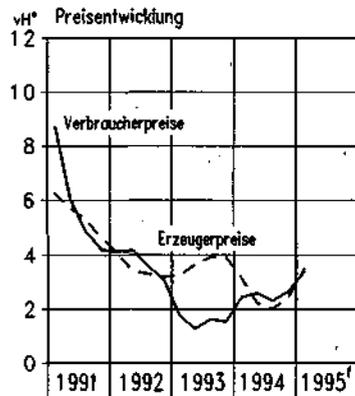
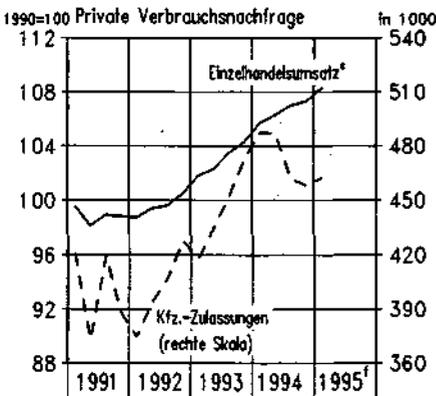
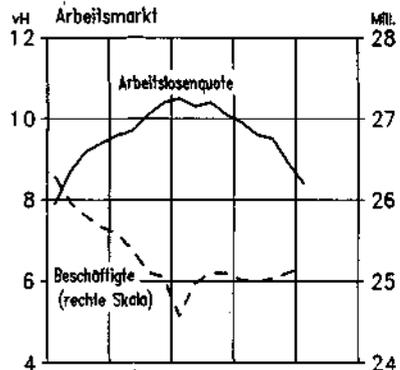
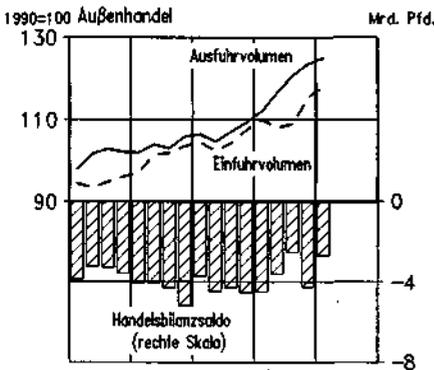
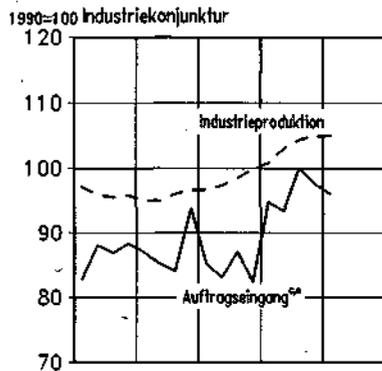
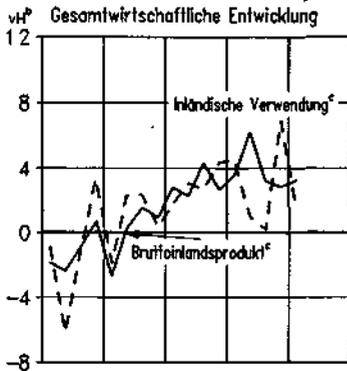
Unter diesen Rahmenbedingungen wird im weiteren Verlauf dieses Jahres die konjunkturelle Aufwärtsbewegung allein von den Ausfuhren getragen. Durch die neuerliche Abwertung der Lira in den ersten Monaten dieses Jahres hat sich die Wettbewerbsposition der italienischen Anbieter noch einmal verbessert, so daß ihre Absatz- und Ertragsaussichten als sehr gut zu bezeichnen sind. Aufgrund der immer häufiger auftretenden Kapazitätsengpässe dürften besonders die exportorientierten Unternehmen ihre Investitionstätigkeit merklich verstärken. Dagegen werden die anderen Komponenten der Inlandsnachfrage nur schwach expandieren. Für den Arbeitsmarkt ist mit einer nur geringfügigen Entspannung der Lage zu rechnen, die Zahl der Beschäftigten wird wohl frühestens im nächsten Jahr spürbar steigen. Zusammen mit höchstens geringfügig zunehmenden Reallöhnen ergibt sich hieraus eine Stagnation des real verfügbaren Einkommens der Haushalte; die Expansion des privaten Konsums wird somit verhalten bleiben. Eine nochmalige Verringerung der Sparquote ist angesichts der Lage auf dem Arbeitsmarkt und der Erwartung weiterer Abgabenerhöhungen nicht zu erwarten. Im nächsten Jahr wird sich dieses Bild der Konjunktur nicht grundlegend ändern. Die Inlandsnachfrage wird weiterhin von der Geldpolitik gedämpft, wenn sich auch der private Konsum aufgrund einer zunehmenden Zahl an Beschäftigten und stärkerer Lohnsteigerungen etwas beleben wird. Dagegen wird das Tempo des Lageraufbaus merklich nachlassen. Der derzeitige Exportboom dürfte sich etwas abflachen, da die ausländische Nachfrage aufgrund der leichten konjunkturellen Abschwächung in den meisten Handelspartnerländern weniger stark zunehmen wird. Hinzu kommt, daß zunehmend Kapazitätsengpässe auftreten. Die Zuwachsraten werden aber infolge der neuerlichen Abwertung der Lira im Frühjahr dieses Jahres hoch bleiben. Insgesamt wird das Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr um reichlich 2,5 vH und 1996 um reichlich 2 vH expandieren. Bei den Konsumentenpreisen wird sich der Auftrieb infolge der anziehenden Importpreise zunächst noch etwas beschleunigen. Im nächsten Jahr dürfte sich bei einem Nachlassen dieses

Effekts eine leichte Beruhigung einstellen. Zudem wird die Geldpolitik den Preisauftrieb dämpfen. So ist für 1996 wie 1995 mit einer Inflationsrate von etwa 5 vH zu rechnen.

Im Vereinigten Königreich hat sich der konjunkturelle Aufschwung bis zuletzt fortgesetzt (Schaubild 6). Mit einer laufenden Jahresrate von 3 vH stieg das Bruttoinlandsprodukt im Winterhalbjahr 1994/95 zwar langsamer als in den vorhergehenden 6 Monaten (reichlich 4 vH), das Expansionstempo lag aber deutlich über dem des Produktionspotentials (2 bis 2,5 vH). Hauptstütze der Aufwärtsbewegung war – wie im gesamten letzten Jahr – der Export. Besonders die Ausfuhren in die anderen Staaten der Europäischen Union wurden – unterstützt durch die konjunkturell starke Nachfrage in diesen Ländern – merklich ausgeweitet. Aufgrund der lebhaften Gesamtnachfrage haben sich auch die Importe erhöht, aber in geringerem Maße als die Exporte; das Leistungsbilanzdefizit hat sich im Winterhalbjahr nochmals verringert. Ein uneinheitliches Bild ergab sich bei den Investitionen. Während angesichts einer zunehmenden Auslastung der Kapazitäten und guter Ertragsaussichten in wachsendem Umfang Ausrüstungsinvestitionen vorgenommen und die Lagerbestände aufgestockt wurden, stagnierten die Bauinvestitionen nahezu. Dämpfend wirken hier wohl weiterhin die zu Beginn der neunziger Jahre stark gefallen Immobilienpreise. In jüngster Zeit sind zudem die Hypothekenzinsen gestiegen. Nur mäßig – mit einer laufenden Rate von reichlich 2 vH – ist der private Konsum ausgeweitet worden. Zwar hat sich die Arbeitsmarktsituation beträchtlich verbessert – die Zahl der Beschäftigten hat seit Mitte des zurückliegenden Jahres deutlich zugenommen und die Arbeitslosenquote hat sich stetig bis auf knapp 8,5 vH im Frühjahr verringert – und die Reallöhne sind erhöht worden; die gestiegenen Zinsen und die Abgabenerhöhungen im Verlauf von 1994 haben aber die Expansion der real verfügbaren Einkommen und damit den Verbrauch der privaten Haushalte gedämpft. Das Preisklima auf der Konsumentenebene hat sich im Winterhalbjahr verschlechtert. Hierzu trug neben den erfolgten Abgabenerhöhungen bei, daß die Anbieter die Preiserhöhungsspielräume nutzten, die sich aufgrund der guten Nachfragesituation ergeben hatten, um die durch die stark verteuerten Importe geschmälernten Gewinnmargen wieder zu vergrößern. Der deutliche Anstieg des Einzelhandelspreisindex – der Vorjahresvergleich bei dieser Größe betrug zuletzt 3,5 vH nach 2,5 vH im Herbst letzten Jahres – überzeichnet aber diese Entwicklung, da er auch die Hypothekenzahlungen enthält, die sehr eng mit dem Leitzins der Bank of England korreliert sind. Deshalb wirkt sich eine Verschärfung der Geldpolitik vorübergehend beschleunigend auf den Preisauftrieb aus, wenn man ihn mit Hilfe dieses Indexes mißt.

Die Bank of England hat seit September letzten Jahres ihren wichtigsten Zinssatz – die Base Rate – um insgesamt 1,5 Prozentpunkte angehoben. Damit reagierte sie auf die anhaltend starke Expansion des Bruttoinlandsprodukts und die in den letzten Monaten steigende Inflationsrate. Trotzdem ist die Wirkung der Geldpolitik im Vereinigten Königreich wohl bis zuletzt als leicht expansiv einzuschätzen. Dies zeigt sich daran, daß sich die Zunahme der Geldmenge M4 in den letzten Monaten leicht beschleunigt hat und die Wachstumsrate von M0 auf hohem Niveau – zuletzt 7 vH im Vorjahresvergleich – verharret. Wir erwar-

Schaubild 6 – Indikatoren^a zur konjunkturellen Entwicklung im Vereinigten Königreich



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



ten, daß sich das Tempo des Aufschwungs in diesem Jahr noch nicht deutlich abschwächen und die Aufwärtstendenz bei der Inflationsrate zunächst anhalten wird. Auf diese Entwicklung wird die Geldpolitik bis Ende 1995 mit weiteren Zinserhöhungen reagieren, so daß die anregenden Wirkungen der Geldpolitik auf die Wirtschaft nachlassen werden.

Im Gegensatz zur Geldpolitik wirkt die Finanzpolitik derzeit restriktiv. Anfang April sind Abgabenerhöhungen im Umfang von knapp 0,5 vH der verfügbaren Einkommen in Kraft getreten. Insgesamt sind diese damit in den letzten anderthalb Jahren durch fiskalische Maßnahmen um 2 vH verringert worden. Für den Prognosezeitraum ist angesichts des sich verringernenden Budgetdefizits – es wird 1995 in Relation zum Bruttoinlandsprodukt voraussichtlich noch 4,5 vH und 1996 reichlich 3 vH, nach 7,7 vH im Jahre 1993, betragen – mit keinen weiteren Steueranhebungen zu rechnen.

Der Aufschwung im Vereinigten Königreich wird sich im Prognosezeitraum fortsetzen; das Tempo dürfte sich 1996 allerdings verlangsamen, da die Impulse der Geldpolitik nachlassen. Die Ausfuhren werden erneut stark expandieren, unterstützt durch die Verbesserung der Wettbewerbsposition britischer Anbieter infolge der neuerlichen Abwertung des britischen Pfundes in den ersten Monaten dieses Jahres. Die Dynamik der Exporte wird sich aber im nächsten Jahr verringern, wenn die konjunkturelle Aufwärtsbewegung sich in Europa allgemein etwas abflacht. Bei der zunehmenden Kapazitätsauslastung werden die Ausrüstungsinvestitionen besonders im exportorientierten Sektor in diesem und im nächsten Jahr merklich ausgeweitet werden. Dagegen ist für die Bauinvestitionen höchstens mit einer Stagnation zu rechnen. Hier werden sich die höheren Hypothekenzinsen negativ bemerkbar machen. Für den privaten Konsum ist eine Belebung zu erwarten, denn die real verfügbaren Einkommen nehmen aufgrund der größeren Zahl an Beschäftigten und etwas schneller steigender Löhne zu. In der Folge werden auch die Importe stärker ausgeweitet werden. Insgesamt wird das Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr wohl um reichlich 3 vH und 1996 um 2,5 vH zunehmen. Der Preisaufrtrieb auf der Konsumentenebene wird sich im Verlauf dieses Jahres verstärken. Das in der letzten Zeit starke Wachstum der Geldmengenaggregate deutet auf eine moderate Beschleunigung der Inflation hin. Die lebhaftere Konsumnachfrage ermöglicht es dem Einzelhandel, seine Gewinnmarge wieder zu verbessern. Auch die höheren Kosten infolge verteuerter Importe und schnellerer Lohnsteigerungen wirken preistreibend. Aufgrund des Basiseffekts der Steuererhöhungen seit November des zurückliegenden Jahres wird die Inflationsrate in diesem Jahr zunehmen und sich auf 3,5 vH belaufen. Dieser Effekt tritt im nächsten Jahr zwar nicht mehr auf, so daß von daher die ausgewiesene Inflationsrate sinken würde. Aufgrund der zyklisch bedingten Verstärkung des Preisaufrtriebs dürfte sich der Einzelhandelspreisindex aber auch im nächsten Jahr um annähernd 3,5 vH erhöhen.

Wechselkursschwankungen und Konjunktur: Wie reagiert die Wirtschaftspolitik?

Aufgrund der Verschiebungen der Wechselkurse wird verschiedentlich die Gefahr gesehen, daß sich das Konjunkturklima spürbar verschlechtert. In der Tat

trüben sich in den Aufwertungsländern derzeit die Exporterwartungen ein, und die Gewinne vieler Unternehmen geraten unter Druck; in der Folge könnte es zu einem Rückgang der Investitionsneigung kommen. Unklar ist, ob und in welchem Ausmaß die wirtschaftspolitischen Instanzen auf die Geschehnisse an den Devisenmärkten reagieren. Im folgenden werden Erfahrungen angeführt, um Aussagen über die wahrscheinliche Entwicklung der Konjunktur in nächster Zeit abzuleiten.

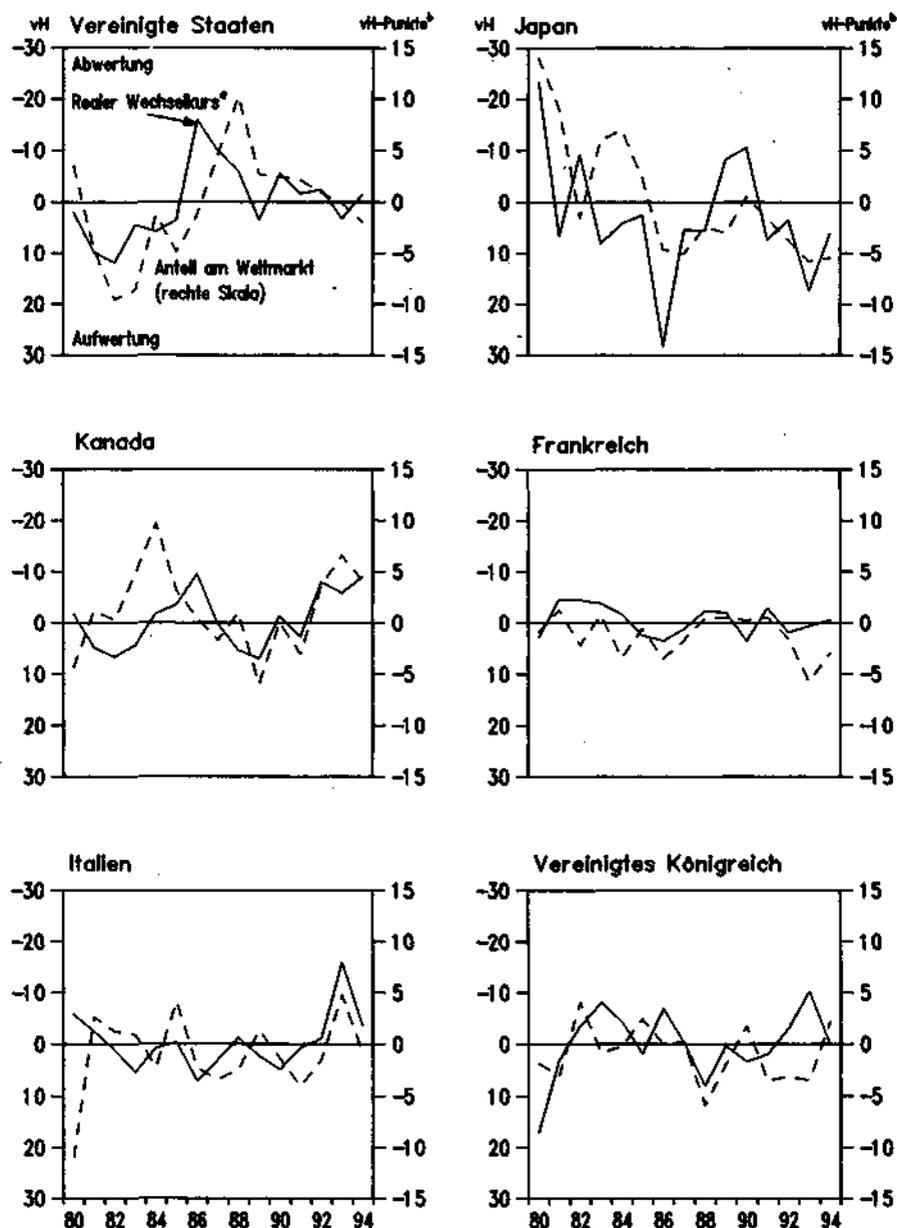
Änderungen der realen Wechselkurse schlagen sich in der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen nieder. Die Exporteure in einem Aufwertungsland müßten Gewinneinbußen hinnehmen, um einen Verlust an Weltmarktanteilen zu vermeiden; auf Dauer wird es aber dazu nicht kommen, da weniger rentable Exportunternehmen aus dem Markt ausscheiden oder verstärkt nichthandelbare Güter herstellen. Umgekehrt verhält es sich bei einem Land, das eine reale Abwertung seiner Währung erfährt; es kommt hier zu einer rascheren Ausdehnung der realen Ausfuhr, da die Produktion von international gehandelten Gütern attraktiver wird.

In der Vergangenheit haben reale Wechselkursänderungen immer wieder solche Marktanteilsveränderungen bewirkt, d. h., die realen Exporte stiegen rascher oder langsamer als das Welthandelsvolumen. Vergleicht man die Bewegungen des realen effektiven Wechselkurses mit der Differenz aus dem Exportwachstum eines Landes und der Expansionsrate des Welthandels, so zeigt sich, daß eine reale Abwertung (Aufwertung) zumeist dazu führt, daß die Exporte eines Landes schneller (langsamer) zunehmen als der Welthandel (Schaubild 7). Beispielsweise hat sich der Anteil der US-Exporte am Welthandel in den vergangenen Jahren erhöht, unter anderem weil sich der US-Dollar – nach dem kräftigen Anstieg bis zur Mitte der achtziger Jahre – tendenziell abgewertet hat. Umgekehrt gilt für Japan, daß die häufig auftretenden und sehr ausgeprägten Aufwertungen des Yen die Exporte erschwert haben und zu Einbußen an Marktanteilen führten; dies war auch in den vergangenen vier Jahren zu beobachten. Die realen Wechselkurse der europäischen Währungen veränderten sich in den achtziger Jahren nur wenig, und auch die Marktanteile der Länder blieben weitgehend unverändert. Die ausgeprägte Abwertung der Lira seit Herbst 1992 hat die italienischen Exporte erheblich angeregt. Entsprechendes war für das Vereinigte Königreich als Reaktion auf die Schwäche des Pfund Sterlings zur gleichen Zeit allerdings nicht zu beobachten.

Alles in allem dürften die markanten Wechselkursänderungen, die sich seit der Jahreswende 1994/95 ergeben haben, tendenziell zu ähnlichen Verschiebungen der Weltmarktanteile wie in der Vergangenheit führen: Aufwertungsländer verlieren Marktanteile, während Abwertungsländer entsprechend mehr exportieren.¹ Dies bedeutet indes nicht unbedingt, daß in nächster Zeit die ge-

¹ Die Beobachtung, daß eine reale Abwertung den Weltmarktanteil erhöht, läßt nicht den Schluß zu, ein Land könne durch wiederholte diskretionäre Abwertungen seiner Währung den Weltmarktanteil permanent erhöhen. Dieses Vorgehen wäre einerseits wohlfahrtsmindernd, weil durch den Eingriff in den Marktmechanismus die Allokation verzerrt wird. Andererseits kann es nicht gelingen, da sich die realen Wechselkurse auf Dauer nicht manipulieren lassen; eine künstlich herbeige-

Schaubild 7 – Reale effektive Wechselkurse und Weltmarktanteile großer Industrieländer



^a Auf Basis der Verbraucherpreise. Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in vH. Skala invertiert. Negativer Wert bedeutet Abwertung. - ^b Zuwachsrate der realen Warenexporte des jeweiligen Landes abzüglich der Zuwachsrate des realen Welthandels.



samtwirtschaftliche Produktion in Abwertungsländern stärker und in Aufwertungsländern schwächer expandiert, als es ohne die Wechselkursverschiebungen der Fall gewesen wäre. Wechselkursänderungen haben zwar schon kurzfristig einen bedeutenden Einfluß auf die Nachfragekomponenten Exporte und Importe. Dem steht aber der Effekt gegenüber, der von der Veränderung der Terms of Trade auf die Gesamtwirtschaft ausgeht. Eine Verbesserung des realen Austauschverhältnisses regt die wirtschaftliche Aktivität insgesamt an, eine Verschlechterung dämpft sie.² Denn eine Verbesserung der Terms of Trade erhöht die Kaufkraft der Verbraucher und der Investoren im Inland, und der Wettbewerbsdruck auf den Binnenmärkten nimmt aufgrund der Verbilligung der Importe zu. Eine Aufwertung bewirkt tendenziell eine Verlagerung der Produktion vom Exportsektor auf das Inlandsgeschäft, so daß Ausfälle bei den Ausfuhren zumindest teilweise kompensiert werden können. Wie rasch und wie ausgeprägt diese Umstellung erfolgt, hängt wesentlich davon ab, ob eine Aufwertung für dauerhaft angesehen wird. Alles in allem stehen den negativen Effekten für die Ausfuhren also positive Wirkungen auf die Binnennachfrage gegenüber. Im Abwertungsland gibt es auch gegenläufige Effekte infolge der Verschlechterung der Terms of Trade.

Weitaus bedeutender als die Änderung des Wechselkurses ist für die Höhe des Exportanstiegs eines Landes allerdings das Tempo der Expansion der Auslandsmärkte.³ Der Welthandel selbst dürfte in nächster Zeit durch die jüngste Verschiebung der Wechselkursrelationen kaum beeinträchtigt werden. Zwar verursachen Kursausschläge für sich genommen Kosten, aber auch die Verhinderung von notwendigen Wechselkursänderungen wirkt sich negativ aus. Würden Wechselkurse fixiert, würden Regierungen versuchen, fundamental bedingte Kurskorrekturen durch massive protektionistische Eingriffe zu verhindern, was die Expansion des internationalen Handels beeinträchtigen würde.

Für die Prognose der wirtschaftlichen Aktivität in den Industrieländern ist bedeutsam, daß es für Wechselkursschwankungen in dem gegenwärtigen Ausmaß in den letzten 20 Jahren immer wieder gegeben hat. Sie haben aber für sich genommen das Expansionstempo der wirtschaftlichen Aktivität in den betroffenen Ländern kaum beeinflußt. So hat beispielsweise die kräftige Aufwertung zahlreicher Währungen gegenüber dem US-Dollar in der Mitte der achtziger Jahre einen konjunkturellen Aufschwung in diesen Ländern nicht verhindert. Ebenso wurde die Rezession in Deutschland und in einigen anderen Aufwertungsländern Westeuropas schon im Jahr 1993 überwunden, obwohl sich zuvor mehrere Währungen innerhalb des Europäischen Währungssystems kräftig ab-

führte Abwertung wird nach und nach durch höhere Lohn- und Preissteigerungen in dem entsprechenden Land aufgezehrt, da die Geldpolitik expansiver ausgerichtet ist. Für die Position auf den Weltmärkten ist auf mittlere Sicht vor allem die Wettbewerbsfähigkeit entscheidend, die sich auf die Wachstumskräfte in einem Land gründet. Ein Beispiel für eine so bedingte Erhöhung des Weltmarktanteils liefern die Schwellenländer Südostasiens, denen es in den vergangenen Jahren gelang, sich verstärkt in die internationale Arbeitsteilung zu integrieren; sowohl die Exporte wie auch die Importe dieser Länder stiegen sehr viel rascher als beispielsweise die der Industrieländer.

² Vgl. die empirische Untersuchung von Scheide (1989).

³ Siehe z. B. die Untersuchung für Deutschland durch Döpke und Fischer (1994).

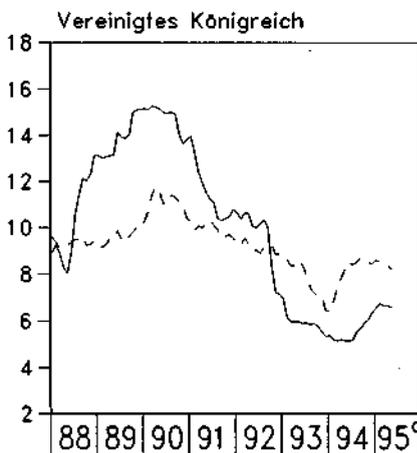
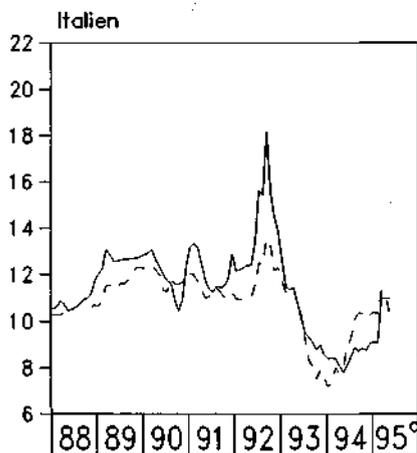
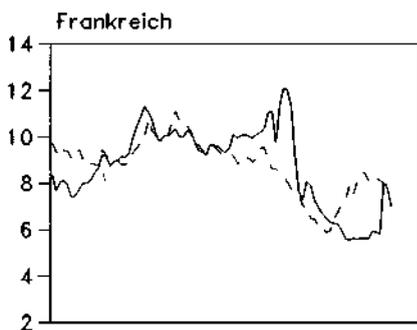
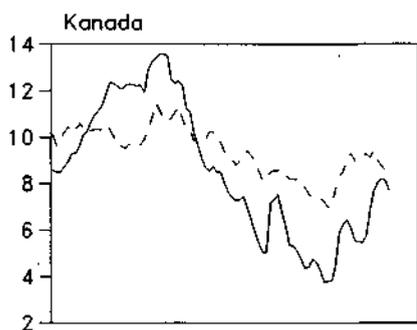
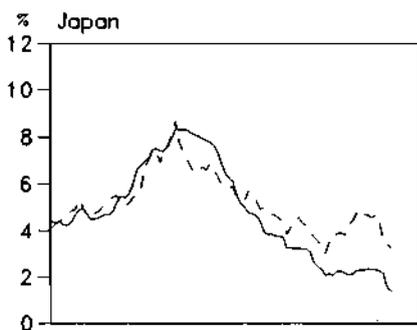
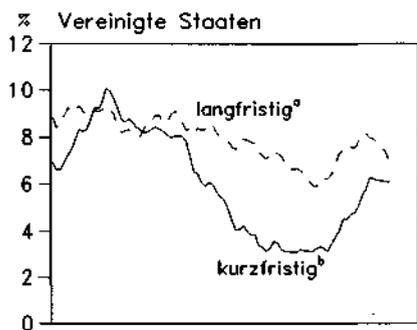
werteten. Auch kräftige Preisänderungen auf anderen Finanzmärkten haben häufig nicht die vielfach erwarteten negativen Wirkungen gehabt. Beispielsweise gab es nach dem Kurssturz auf den Aktienmärkten im Oktober 1987 keinen konjunkturellen Einbruch; vielmehr verstärkte sich schon bald der Aufschwung in den meisten Industrieländern. Der wichtigste Grund für das Ausbleiben solcher negativen Effekte ist, daß der Konjunkturverlauf wesentlich durch die Wirtschaftspolitik geprägt wird. Die Geldpolitik wurde in Reaktion auf die Preisänderungen jeweils deutlich gelockert.

Entscheidend für die weitere wirtschaftliche Entwicklung ist also, ob und wie insbesondere die Geldpolitik auf die Wechselkursverschiebungen reagiert. Bis zum Ende des Jahres 1994 war die Politik der Notenbanken im großen und ganzen einheitlich; sie verfolgten zumeist einen moderat expansiven Kurs, aufgrund dessen man eine Fortsetzung des Aufschwungs in mäßigem Tempo bei wenig veränderter Inflation erwarten konnte (Gern et al. 1995). Dies hat sich im Verlauf dieses Jahres geändert. So wurden die kurzfristigen Zinsen in Japan und in Deutschland sowie in einigen anderen europäischen Ländern nochmals gesenkt. In den Vereinigten Staaten wurden die Leitzinsen nicht – wie vielfach erwartet – weiter heraufgesetzt. Eine Kursänderung in die andere Richtung vollzogen die Notenbanken derjenigen europäischen Länder, deren Währungen unter Abwertungsdruck standen. Beispielsweise wurden die kurzfristigen Zinsen in Italien und auch in Frankreich deutlich angehoben (Schaubild 8).⁴ Blicke es bei diesem Kurs, würde der Aufschwung in diesen Ländern spürbar gedämpft. Die Erfahrung zeigt jedoch, daß solche Zinsanhebungen häufig nur vorübergehend vorgenommen werden, um der Spekulation zu begegnen. So wurden die Zinsen beispielsweise in Italien und in Frankreich in einer vergleichbaren Phase – nämlich im Herbst 1992 – nach der Beruhigung an den Devisenmärkten wieder deutlich gesenkt; kurze Zeit später setzte in diesen Ländern die konjunkturelle Erholung ein. Es ist zu erwarten, daß die Zinsen in den Abwertungsländern im Verlauf dieses Jahres – ähnlich wie damals – wieder zurückgenommen werden. Damit dürfte die Geldpolitik in den Industrieländern insgesamt nicht wesentlich von dem neutralen Kurs abweichen, der sich zur Jahreswende 1994/95 – also vor den Wechselkursverschiebungen – abzeichnete. Von daher spricht wenig dafür, die Konjunkturprognose für die Industriestaaten insgesamt oder auch für einzelne Länder erheblich zu korrigieren.

Wechselkursausschläge sollten kein Anlaß für die Notenbanken sein, den geldpolitischen Kurs zu ändern. Die Erfahrungen mit Interventionen und anderen Versuchen, die Wechselkursbewegungen zu mindern, sind durchweg negativ. Eine wechselkursorientierte Politik kann darüber hinaus die Konjunktur destabilisieren, etwa wenn Aufwertungsländer wegen einer vermeintlichen Überbewertung und einer erwarteten Dämpfung der wirtschaftlichen Aktivität eine expansive Politik betreiben, die dann später, wenn sich die Inflationsgefahren verstärken, korrigiert werden muß. Die Notenbanken sollten daher allein eine auf die Stabilisierung des Preisniveaus ausgerichtete Politik verfolgen.

⁴ Die Zinsanhebungen im Vereinigten Königreich waren allein binnenwirtschaftlich motiviert, da sich der Aufschwung in hohem Tempo fortsetzte und sich der Preisauftrieb verstärkte.

Schaubild 8 – Langfristige und kurzfristige Zinsen in großen Industrieländern



^a Rendite langfristiger Staatsschuldentitel. ^b Satz für Dreimonatsgeld.

^c Letzte Werte geschätzt.



Ausblick: Trotz Währungsturbulenzen – Aufschwung setzt sich fort

Die Voraussetzungen für eine Fortsetzung des Produktionsanstiegs – wenn auch etwas abgeschwächt – in den Industrieländern sind günstig. So hat sich vielfach die Gewinnsituation der Unternehmen deutlich verbessert, so daß die Investitionstätigkeit in den westeuropäischen Ländern und – mit einiger Verzögerung – auch in Japan allmählich an Schwung gewinnen dürfte. In den Vereinigten Staaten, wo der Aufschwung bereits vor vier Jahren einsetzte, wird der Investitionsboom allerdings zu Ende gehen. Impulse für die wirtschaftliche Entwicklung in den Industrieländern gehen weiterhin von der Expansion der Drittmärkte aus. Stabilisierend auf die Konjunktur in den Industrieländern wirkt, daß sich die Kapitalmarktzinsen zumeist beträchtlich verringert haben. Darin spiegeln sich zum einen nach unten revidierte Inflationserwartungen wider; zum anderen dürfte auch der weltweite Realzins infolge des sich abflachenden Aufschwungs zurückgegangen sein. Alles in allem wird sich das Tempo des Aufschwungs etwas verringern; das Bruttoinlandsprodukt wird 1995 um reichlich 2,5 vH und 1996 um reichlich 2 vH über dem Niveau des jeweiligen Vorjahres liegen (Tabelle 1). Die Wechselkursänderungen bewirken deutliche Veränderungen der Marktanteile der einzelnen Industrieländer; die Expansion des Welthandels insgesamt dürfte durch die Wechselkursschwankungen allerdings kaum beeinträchtigt werden. Aufgrund der nachlassenden konjunkturellen Dynamik in den Industrieländern wird sich seine Zuwachsrate aber vermindern; sie dürfte 1996 etwa 7 vH betragen, nach 9 vH in diesem Jahr.

Dieses Abflachen des konjunkturellen Aufschwungs beruht zum einen auf dem üblichen zyklischen Muster, denn es laufen die Impulse aus, die unmittelbar nach der konjunkturellen Wende von dem verstärkten Lageraufbau ausgehen. Zum anderen verfolgt die Geldpolitik einen im großen und ganzen moderaten Kurs. Die Stimulierung der Konjunktur wird offenbar nicht forciert, um die Stabilitätserfolge, die in den letzten Jahren erzielt wurden, nicht zu gefährden. In den Vereinigten Staaten wirkt die Geldpolitik sogar spürbar dämpfend auf die konjunkturelle Entwicklung, nachdem die kurzfristigen Zinsen seit Anfang 1994 um drei Prozentpunkte angezogen haben; der Aufschwung wird sich merklich abschwächen. In Westeuropa wird die Konjunktur durch die Abgabenerhöhungen in vielen Ländern gedämpft. Zum anderen hat eine Reihe von Notenbanken im Verlauf der Wechselkursturbulenzen zur Abstützung des Außenwertes ihrer Währung die kurzfristigen Zinsen angehoben. Es ist allerdings zu erwarten, daß die meisten dieser Erhöhungen bei Nachlassen des Drucks auf die Wechselkurse im Verlauf des Sommerhalbjahrs wieder zurückgenommen werden, wie dies auch in der vergleichbaren Situation Ende 1992 geschehen ist, so daß insgesamt keine restriktiven Wirkungen von der Geldpolitik ausgehen. Nach dem Abklingen der Turbulenzen auf den Devisenmärkten ist aber damit zu rechnen, daß die Notenbanken in den europäischen Ländern die Leitzinsen leicht anheben, um Inflationsgefahren für den weiteren Verlauf des Aufschwungs vorzubeugen. Diese Tendenzwende dürfte etwa gegen Ende dieses Jahres eingeleitet werden. Für Japan, wo die Wirtschaft sich bislang erst sehr zögerlich aus der Talsohle gelöst hat, ist hingegen zu erwarten, daß sich die

Tabelle 1 – Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in den Industrieländern 1993–1996 – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (vH)

	Gewicht in vH ^a	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
		1993	1994 ^b	1995 ^c	1996 ^c	1993	1994	1995 ^c	1996 ^c
Deutschland	10,5	-1,1	2,9	3,3	2,8	4,7	3,0	2,2	2,8
Frankreich	6,8	-1,5	2,7	2,9	2,6	2,1	1,7	1,8	2,2
Italien	5,4	-1,2	2,2	2,6	2,3	4,2	4,0	5,3	5,0
Vereinigtes Königreich	5,2	2,2	3,8	3,1	2,5	1,6	2,5	3,5	3,5
Spanien	2,6	-1,1	2,0	3,0	2,5	4,6	4,7	5,0	4,5
Niederlande	1,7	0,4	2,5	3,0	2,5	2,6	2,8	2,5	2,5
Belgien	1,1	-1,7	2,3	3,0	2,5	2,8	2,4	2,0	2,5
Schweden	1,0	-2,6	2,2	3,0	2,0	4,7	2,2	3,5	3,0
Österreich	1,0	-0,1	2,7	3,0	2,5	3,6	3,0	2,5	2,5
Dänemark	0,7	1,5	4,4	3,5	2,5	1,3	2,0	2,5	3,0
Finnland	0,5	-1,6	3,9	4,5	4,0	2,2	1,1	2,5	3,0
Portugal	0,5	-1,1	1,5	3,0	3,0	6,5	5,2	4,0	4,5
Griechenland	0,4	0,0	1,0	1,5	2,5	14,4	10,9	9,5	8,0
Irland	0,3	4,0	5,5	5,0	4,0	1,4	2,3	3,0	3,5
Europäische Union	37,5	-0,5	2,8	3,1	2,6	3,5	3,0	3,1	3,3
Schweiz	1,3	-0,8	2,1	2,0	2,0	3,2	0,8	2,0	2,0
Norwegen	0,6	2,4	5,1	4,0	3,0	2,2	1,4	3,0	3,0
Westeuropa	39,4	-0,5	2,8	3,1	2,6	3,5	2,9	3,1	3,2
Vereinigte Staaten	34,3	3,1	4,0	3,0	1,8	3,0	2,6	3,4	3,7
Japan	23,1	-0,2	0,6	1,2	2,3	1,3	0,7	0,3	1,0
Kanada	3,0	2,2	4,5	3,8	2,0	1,8	0,2	2,4	3,0
Länder insgesamt	100,0	0,9	2,8	2,6	2,2	2,8	2,2	2,5	2,9

^a Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts von 1993. – ^b Teilweise geschätzt. – ^c Prognose.

Quelle: OECD (1995), eigene Berechnungen und Schätzungen.

stimulierenden Effekte der Geldpolitik erst im späteren Verlauf von 1995 und in 1996 deutlich spürbar werden; die wirtschaftliche Tätigkeit wird sich daher im nächsten Jahr merklich beleben.

Der Preisauftrieb bleibt verhalten. In manchen Ländern – besonders in denjenigen, deren Währungen stark abgewertet worden sind – wird er sich zwar etwas beschleunigen. Aber auch dann ist der Anstieg der Konsumentenpreise in den Industrieländern insgesamt mit prognostizierten Jahresdurchschnitten von 2,5 vH in diesem Jahr und etwa 3 vH im nächsten Jahr – verglichen mit den Werten in früheren Aufschwungsphasen – gering.

Summary

Industrial Countries: Upswing Loses Momentum

The expansion in the world economy continued in the course of 1995. The upswing in the industrial countries, however, lost some momentum. In Western Europe the recovery slowed also in consequence of higher taxes and social security contributions. Owing to a significantly tighter monetary policy, economic activity in the United States slowed down markedly. In Japan, the recovery remained sluggish. During the winter, real GDP in the industrial countries rose at an annual rate of some 2 percent, down from 3 percent in the summer of 1994. In most countries, the labor market situation improved slightly. In spring the average unemployment rate was about half a percentage point lower than a year ago. Inflation was on the rise in some of the industrial countries but remained nevertheless moderate; consumer prices increased at an annual rate of 3 percent on average.

Despite Exchange Rate Changes: No Need to Revise the Forecasts

During the first months of this year exchange rate movements have been significant. The US-Dollar and some European currencies devalued substantially, while the Japanese Yen, the D-Mark and the currencies whose exchange rates are linked to the D-Mark revalued considerably. These changes, however, do not necessarily imply a stronger upswing in the countries with weak currencies nor a weaker expansion in countries with strong currencies. World trade shares will change though, because in the short run exchange-rate movements do have a distinct influence on exports and imports. But in the medium-term this influence is offset by the effects of the altered terms of trade. An improvement in the terms of trade tends to sustain economic activity in the domestic sector for it increases the purchasing power of consumers and investors; so gains on the domestic market should roughly compensate for the decrease in exports. For the devaluing country, the same reasoning applies with the opposite sign.

To forecast economic activity, it is important to take into consideration that at the moment exchange rates are not more volatile than during the past 20 years. Experience shows that the volatility hardly influenced the speed of economic expansion in the countries concerned. Of decisively more importance is and has been the path of monetary policy. Until the end of last year the central bank's policy was quite uniform: it concentrated on maintaining price level stability, thus raising expectations of a prolonged but moderate upswing with low inflation. Early this year the course of policy diverged when Japan and Germany again lowered short-term interest rates while the central banks of the European countries faced with devaluation turned into the opposite direction; for example, Italy and France increased their key interest rates considerably to reduce the pressure on their currencies. If interest rates remained high for an extended period of time, economic activity would be markedly dampened. But experience shows that rates are raised only to prevent speculation and that these

moves are likely to be reversed quickly. So all in all monetary policy in the industrial countries will return to the path it followed at the beginning of 1995. Therefore, there is no explicit need to correct the economic forecasts made earlier for the industrial countries.

Outlook: Upswing Continues but Loses Momentum

The conditions for an ongoing economic expansion in the industrial countries are favorable. Company profits increased which should inspire additional fixed capital formation in Western Europe. In Japan it will take somewhat longer until enterprises start to extend their activities to build up fixed capital. In the United States where the upswing already started four years ago the investment boom will come to an end. The industrial countries as a whole will receive impulses for further economic growth primarily from developing and newly industrialized countries. Real GDP will grow some 2.5 percent in 1995 and around 2 percent in 1996.

The predicted slowdown in economic upswing is typical of the present phase of the business cycle since the strong increase of inventories which always takes place right after the turning point of economic activity loses impact. At the same time, monetary policy aims at price level stability; thus central banks do not stimulate the economy further. In the United States, monetary policy even dampens economic activity, short-term interest rates were increased markedly since the beginning of 1994. In western Europe, central banks are expected to raise key interest rates slightly towards the end of 1995 in order to prevent inflationary tendencies. In Japan, monetary policy will show its expansionary effects only very slowly, so economic activity will gain momentum not before 1996.

Inflation will remain moderate, although it will increase somewhat mainly in the countries with weak currencies. Consumer prices are expected to increase by 2.5 percent this year and some 3 percent next year.

Literaturverzeichnis

- Boss, A., J. Döpke, M. Fischer, J. W. Krämer, E. Langfeldt und K.-W. Schatz (1995). DM-Aufwertung dämpft Konjunktur nur wenig – Aufschwungstempo 1996 dennoch geringer. *Die Weltwirtschaft*, in diesem Heft.
- Döpke, J., und M. Fischer (1994). Was bestimmt die westdeutschen Exporte? *Die Weltwirtschaft*, 54–66.
- Gern, K.-J., K.-W. Schatz, J. Scheide und R. Solveen (1994). Industrieländer: Erholung gewinnt an Breite. *Die Weltwirtschaft*, 1–27.
- (1995). Industrieländer: Stabilitätsorientierte Geldpolitik – fortgesetzter Aufschwung. *Die Weltwirtschaft*, 1–32.
- OECD (1994). *Economic Outlook*. Dezember. Paris.
- (1995). *Main Economic Indicators*. Paris.
- Scheide, J. (1989). On Real and Monetary Causes of Business Cycles in West Germany. *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, 125: 583–595.
- Yamaichi Research Institute (1995). *Monthly Digest of Statistics*. Mai. Tokio.