

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

**Article — Digitized Version**

## Industrieländer: Pause im Aufschwung

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: Pause im Aufschwung, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 3, pp. 254-281

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/1657>

**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: Pause im Aufschwung

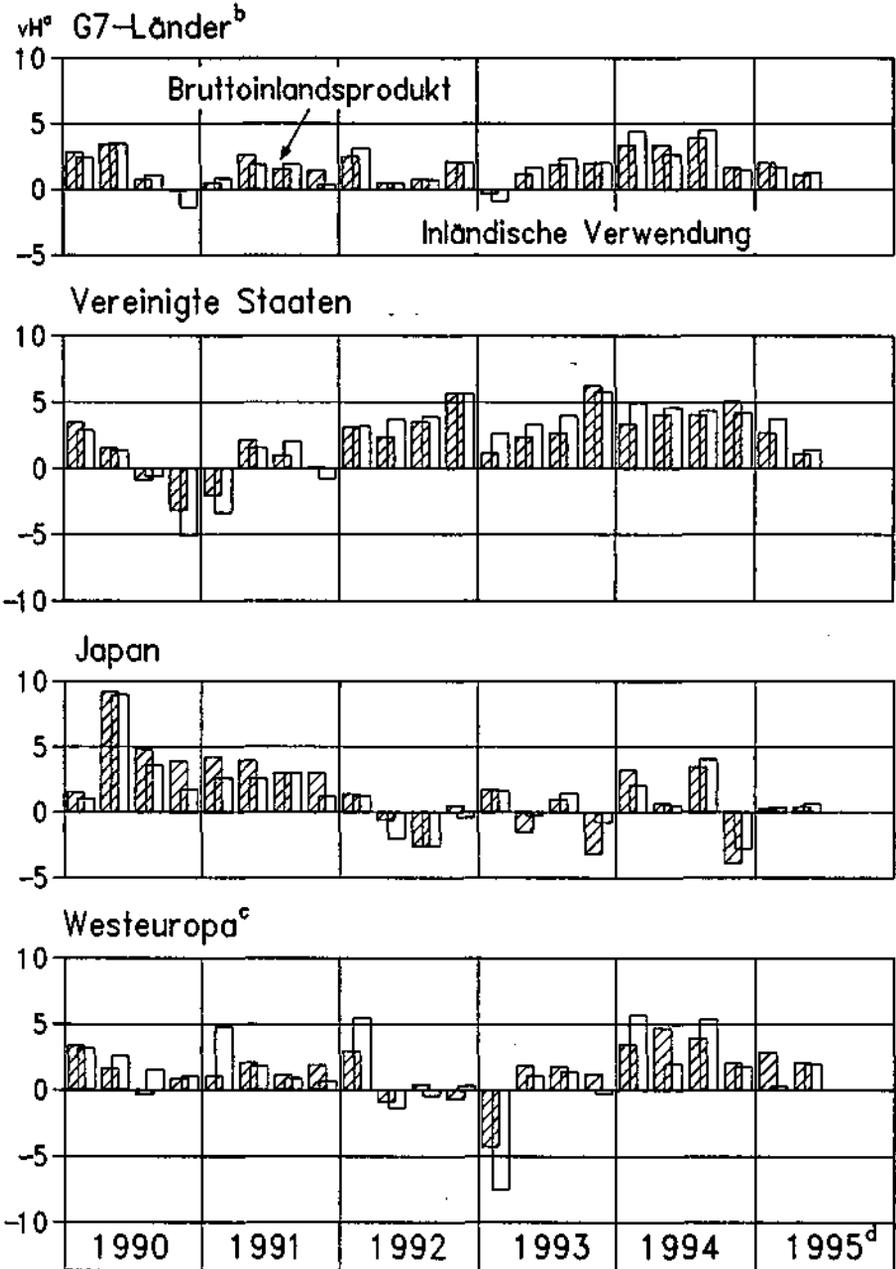
Von Susanne Lapp, Klaus-Werner Schatz, Joachim Scheide  
und Ralph Solveen

Die konjunkturelle Aufwärtsentwicklung in den Industrieländern hat sich in diesem Jahr fortgesetzt. Allerdings hat die Expansion gegenüber dem hohen Tempo im Vorjahr nachgelassen; das zusammengefaßte reale Bruttoinlandsprodukt dürfte im ersten Halbjahr mit einer laufenden Jahresrate von rund 2 vH zugenommen haben (Schaubild 1). Besonders deutlich verringerte sich der Produktionsanstieg in Nordamerika, nachdem dort die Geldpolitik gestrafft worden war. Die Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten erreichte zu Jahresbeginn ihren Höhepunkt, danach nahm das reale Bruttoinlandsprodukt nur noch geringfügig zu. Die Investitionsneigung in den Vereinigten Staaten blieb aber robust. In den westeuropäischen Ländern erhöhte sich die Kapazitätsauslastung nochmals, jedoch nicht mehr so stark wie im Vorjahr. Ausschlaggebend war hier, daß die Geldpolitik weniger expansiv wirkte und der Lageraufbau sich nicht mehr verstärkte. Mit der Kräftigung der Investitionstätigkeit der Unternehmen hat sich der Aufschwung in Westeuropa gleichwohl gefestigt. Ungewöhnlich schwach verläuft hingegen die wirtschaftliche Entwicklung in Japan. Seit rund vier Jahren stagniert die Produktion. Offenbar verhindern Strukturschwächen, die mit der wiederholten kräftigen Höherbewertung des Yen deutlicher sichtbar geworden sind, eine spürbare Erholung. Auch wirkte die Politik der japanischen Zentralbank trotz wiederholter Zinssenkungen alles in allem dämpfend.

Während in den Industriestaaten die konjunkturelle Dynamik nachließ, blieb das Wachstumstempo in den meisten Entwicklungs- und Schwellenländern hoch. Die Lage in Mittel- und Osteuropa ist weiterhin differenziert. Viele Reformstaaten weisen seit geraumer Zeit einen Produktionsanstieg auf. In der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (GUS) mehren sich die Zeichen für eine allmähliche Stabilisierung, insgesamt war das reale Bruttoinlandsprodukt hier aber noch rückläufig. Bei diesen Tendenzen in den Regionen der Weltwirtschaft verringerte sich die Expansion des Welthandels; im ersten Halbjahr dürfte sein Volumen mit einer laufenden Jahresrate von rund 8 vH zugenommen haben, nach zweistelligen Raten im Jahr 1994.

Der Preisauftrieb in den Industrieländern insgesamt blieb moderat. Etwas höhere Inflationsraten als im Vorjahr wiesen die angelsächsischen Staaten auf, die in diesem Zyklus einen Vorlauf vor den übrigen Ländern haben. In den westeuropäischen Volkswirtschaften, deren Währungen in diesem Jahr deutlich an Wert verloren, stiegen die Konsumentenpreise ebenfalls leicht verstärkt; die Produzentenpreise zogen dort wegen der Verteuerung der Importe sogar erheblich rascher an als zuvor. Im Zuge der Abflachung der Weltkonjunktur setzte sich die Hausse auf den Rohstoffmärkten nicht mehr fort; im Jahresverlauf war das Preisniveau (auf Dollarbasis) annähernd stabil.

Schaubild 1 – Konjunkturelle Entwicklung in den großen Industrieländern



<sup>a</sup> Veränderung gegenüber dem Vorquartal (Jahresrate). - <sup>b</sup> Vereinigte Staaten, Japan, Kanada, Deutschland, Frankreich, Italien und Vereinigtes Königreich. - <sup>c</sup> Deutschland, Frankreich, Italien und Vereinigtes Königreich. - <sup>d</sup> Teilweise geschätzt.



Mit den Wechselkursbewegungen in den ersten Monaten dieses Jahres hat sich das Konjunkturklima in einer Reihe von Industrieländern verändert. In den Aufwertungsländern trübten sich die Exportaussichten ein. Stützend wirkte hier aber, daß die Notenbanken – vor allem in Japan und in Deutschland, aber auch in einigen kleineren europäischen Ländern – die Leitzinsen gesenkt haben. In den Abwertungsländern erhielten die Ausfuhren zwar einen Impuls; gleichzeitig wurde aber vielfach die Inlandskonjunktur gedämpft. Die Zinsen auf dem heimischen Kapitalmarkt zogen mit dem sich verstärkenden Preisauftrieb an, und die Notenbanken erhöhten die kurzfristigen Zinsen, um den Abwertungsdruck zu mildern und ihren Stabilitätswillen zu demonstrieren. Alles in allem dürften die unterschiedlichen Impulse, die von den Wechselkurs- und Zinsänderungen jeweils ausgehen, bewirken, daß die konjunkturelle Expansion in Westeuropa wenig beeinträchtigt wird; verändern wird sich in erster Linie die relative Bedeutung von Inlands- und Auslandsnachfrage in den einzelnen Volkswirtschaften. Die Effekte der Wechselkursverschiebungen auf die Exportdynamik werden indes dadurch gemindert, daß sich die Auf- und Abwertungen der einzelnen Währungen im Sommer wieder deutlich zurückgebildet haben.

Unsicher ist, wie sehr sich die Geldpolitik in nächster Zeit an den Wechselkursen orientieren wird. Die jüngsten Devisenmarktinterventionen wichtiger Zentralbanken lassen vermuten, daß diese auch Wechselkursziele verfolgen. Je länger diese Ausrichtung anhält, desto größer ist die Wahrscheinlichkeit, daß es zu binnenwirtschaftlichen Fehlentwicklungen kommt. Daraus kann sich in Zukunft ein erheblicher Korrekturbedarf bei der Geldpolitik ergeben.

### **Vereinigte Staaten: Aufwärtsentwicklung unterbrochen**

Die Konjunktur in den Vereinigten Staaten hat sich merklich abgekühlt. Nach einer kräftigen Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts im vergangenen Jahr (die laufende Jahresrate betrug rund 4 vH), schwächte sich die Expansion im Verlauf des Jahres 1995 deutlich ab. Im zweiten Quartal verringerte sich die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung erstmals seit drei Jahren. Die Beschäftigung wurde langsamer ausgeweitet als im Vorjahr, und die Arbeitslosenquote nahm nicht weiter ab. Wichtige Frühindikatoren deuten indes darauf hin, daß ein Rückgang der Produktion wenig wahrscheinlich ist. So hat sich die Auftragslage in der Industrie zuletzt stabilisiert, die Baukonjunktur ist nicht mehr abwärtsgerichtet, und das Konsumklima hat sich etwas gebessert.

Die Abflachung der Konjunktur hat sich im wesentlichen aus dem restriktiven Kurs der Geldpolitik ergeben. Die amerikanische Notenbank hatte im vergangenen Jahr die Leitzinsen deutlich angehoben, woraufhin sich die Expansion der Geldmenge spürbar verlangsamte. Gedämpft wurde die Konjunktur in der ersten Hälfte dieses Jahres auch dadurch, daß die Produktion in Mexiko einbrach und sich die Konjunktur in Kanada abschwächte; in der Folge nahmen die Ausfuhren in diese – für die Vereinigten Staaten wichtigen – Handelspartnerländer kaum noch zu. Die Konsumenten haben im Verlauf dieses Jahres ihre Ausgaben weniger stark erhöht als 1994; hatte die Zuwachsrate im Verlauf des Vorjahres noch 3,5 vH betragen, halbierte sie sich danach. Die Käufe dauerhafter

Konsumgüter, die sehr zinsreagibel sind, sanken zeitweise sogar. Mit der Verlangsamung des Beschäftigungsanstiegs flachte sich die Zunahme der verfügbaren Einkommen ab, und die Sparquote hat sich angesichts der Stockung auf dem Arbeitsmarkt nicht mehr verringert. Auch der Wohnungsbau wurde durch den Zinsanstieg im vergangenen Jahr beeinträchtigt; die Fertigstellung von Häusern und Wohnungen ging bis zum Frühsommer 1995 deutlich zurück. Die Unternehmen weiteten ihre Investitionen nicht mehr so rasch aus wie noch 1994. Gleichwohl blieb die Zunahme der Ausrüstungsinvestitionen beträchtlich: Die laufende Jahresrate betrug bis zuletzt 10 vH – ein Indiz dafür, daß die Unternehmen keine ausgeprägte Rezession erwarten und die Gewinnaussichten günstig einschätzen, zumal sich die Arbeitskosten nur geringfügig stärker als zuvor erhöhten.

Dämpfend auf die Konjunktur wirkte wie schon in den Vorjahren die Finanzpolitik. Der Staatsverbrauch ist in diesem Jahr in ähnlichem Tempo wie 1994 zurückgeführt worden. Die Abnahme beruht allein auf Einsparungen im Bundeshaushalt, und hier insbesondere bei den Ausgaben für die Verteidigung. Hingegen haben die Bundesstaaten und die Gemeinden ihre Ausgaben wie in den Vorjahren ausgedehnt. Der Produktionsanstieg wurde ferner zu einem beträchtlichen Teil durch die Anpassung bei den Lagerinvestitionen gedrückt. Die Expansion der gesamtwirtschaftlichen Endnachfrage hatte sich bereits im Vorjahr abgeschwächt, doch kam es noch bis zum Jahresbeginn 1995 zu einer – weitgehend unfreiwilligen – Aufstockung der Vorräte. Inzwischen hat sich der Lageraufbau verlangsamt, die Bestände haben sich in Relation zu den Umsätzen weitgehend normalisiert.

Das Preisklima hat sich im Verlauf des Sommers wieder etwas gebessert. Nachdem sich der Anstieg der Verbraucherpreise bis zum Frühjahr 1995 auf etwa 3,5 vH (laufende Jahresrate) beschleunigt hatte, betrug er seitdem nur etwa 2,5 vH; dämpfend wirkte dabei der Rückgang der Energiepreise. Das Preisniveau auf der Produzentenebene blieb zuletzt sogar annähernd stabil, nachdem es im Winterhalbjahr noch kräftig angezogen hatte. Der Höhepunkt der Inflation in diesem Zyklus scheint bereits überschritten zu sein. Damit fiel der Preisanstieg sehr viel geringer aus als in früheren 'Aufschwungphasen.

Im Sommer dieses Jahres leitete die amerikanische Geldpolitik einen Kurswechsel ein. Die Notenbank hat ihre Politik wieder etwas gelockert, nachdem die erwünschte konjunkturelle Abkühlung deutlich sichtbar geworden war. Im Juli wurde die Federal Funds Rate um einen viertel Prozentpunkt auf 5,75 % gesenkt. Erleichtert hat diese Entscheidung der Rückgang der langfristigen Zinsen. Sie sind nach dem kräftigen Anstieg im Verlauf des Vorjahres bis zum Sommer um mehr als einen Prozentpunkt gefallen. Zum einen spiegelt dies eine leichte Abnahme des Realzinses wider; mit der Verlangsamung des konjunkturellen Expansionstempos in der Welt ist die Kapitalnachfrage relativ zum Kapitalangebot gesunken. Zum anderen ist dies ein Indiz dafür, daß die Marktteilnehmer die Inflationsaussichten in den Vereinigten Staaten nicht mehr so pessimistisch beurteilen wie im Vorjahr. Für den weiteren Verlauf dieses Jahres und auch für das Jahr 1996 rechnen wir mit einer nochmaligen – wenn auch insgesamt geringen – Rückführung der Leitzinsen durch die Notenbank; entschei-

dend ist hierfür, daß die Kapazitätsauslastung noch eine Zeitlang abnehmen und der Preisanstieg moderat bleiben wird.

Im Prognosezeitraum dürften die konjunkturdämpfenden Faktoren nach und nach an Einfluß verlieren. Infolge des Rückgangs der langfristigen Zinsen wird die Schwäche im Wohnungsbau wohl allmählich zu Ende gehen, und der Absatz langlebiger Verbrauchsgüter wird sich beleben. Gestützt wird der private Verbrauch durch die Beschäftigungsentwicklung; obwohl die gesamtwirtschaftliche Produktion für einige Zeit langsamer steigt als das Produktionspotential, nimmt die Zahl der Beschäftigten weiter zu – ein Ergebnis der hohen Lohnflexibilität in den Vereinigten Staaten. Die Inlandsnachfrage wird durch die – alles in allem vorsichtige – Lockerung der Geldpolitik angeregt. Die Finanzpolitik hingegen wird ihren Sparkurs fortsetzen. Von den für 1996 beschlossenen Steuererleichterungen wird nur ein schwacher Impuls ausgehen, denn sie bleiben mit einem Umfang von rund 20 Mrd. US-Dollar (entsprechend 0,3 vH des Bruttoinlandsprodukts) gering. Die Entwicklung auf den Absatzmärkten im Ausland wird die amerikanische Wirtschaft stützen. Zwar verlangsamt sich das Aufschwungtempo in Westeuropa; mit den Fortschritten bei der Überwindung der Finanzkrise in Mexiko und dem erneuten Anziehen der Konjunktur in Kanada werden die Ausfuhren in diese Länder wieder merklich steigen. Insgesamt dürfte es zu einer höheren Dynamik bei den amerikanischen Exporten als im bisherigen Verlauf dieses Jahres kommen.

Die vorübergehende konjunkturelle Verlangsamung führt dazu, daß die Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten nach der Hochkonjunktur wieder auf das Normalniveau sinkt. Im Verlauf des kommenden Jahres dürfte sich die konjunkturelle Expansion etwas verstärken und dabei ein Tempo erreichen, das etwa dem des Potentialwachstums entspricht. Für den Durchschnitt des Jahres 1995 ergibt sich eine Zuwachsrates des realen Bruttoinlandsprodukts von annähernd 3 vH – sie fällt wegen des hohen Produktionsniveaus, das gegen Ende des Vorjahres erreicht wurde, deutlich größer aus als die laufende Rate –, für das Jahr 1996 eine von etwa 2 vH. Der Preisauftrieb wird mäßig bleiben; das Niveau der Verbraucherpreise dürfte sich im Durchschnitt der Jahre 1995 und 1996 um jeweils etwa 3 vH erhöhen.

### **Stau im Strukturwandel behindert Erholung in Japan**

Die Erholung in Japan, die 1994 – nur sehr zögernd – eingesetzt hatte, ist in der ersten Hälfte dieses Jahres zum Stillstand gekommen; das Bruttoinlandsprodukt stagnierte. Dabei gingen vom öffentlichen Sektor kontraktive Wirkungen auf die wirtschaftliche Aktivität aus, da einige der Konjunkturprogramme, die in den letzten Jahren aufgelegt worden waren, ausliefen. Auch die Exporte konnten angesichts der sich abflachenden Auslandskonjunktur und der kräftigen Yen-Aufwertung nicht mehr ausgeweitet werden.

Der private Konsum ist im vergangenen Jahr durch die Senkung der Einkommensteuer nur kurzzeitig angeregt worden. Im Verlauf dieses Jahres nahm er nicht mehr zu. Die Sparquote ist wieder gestiegen; augenscheinlich haben sich die Zukunftserwartungen der Verbraucher eingetrübt. Außerdem ist die

schwache Entwicklung des Konsums darauf zurückzuführen, daß die Haushalte die Käufe langlebiger Konsumgüter in Erwartung fallender Preise zurückstellten. Die Zunahme der Industrieproduktion, die weitgehend auf die Produktionszuwächse im Exportsektor zurückzuführen war, kam im Verlauf des ersten Halbjahres zum Stillstand, einhergehend mit einem erheblichen, wohl unfreiwilligen Lageraufbau. Dies alles führte dazu, daß die Investitionen, die im vergangenen Jahr etwas verstärkt expandiert hatten, stagnierten. Vornehmlich wird in die Rationalisierung der Produktion investiert, um Kostensenkungen, die durch die massive Aufwertung des Yen notwendig geworden sind, zu realisieren.

Die Arbeitslosenquote stieg erneut; im Juli dieses Jahres wurde der für japanische Verhältnisse sehr hohe Stand von 3,2 vH erreicht. Erstmals seit Mitte letzten Jahres sank das Verhältnis zwischen der Zahl der offenen Stellen und der Zahl der Arbeitsuchenden wieder. Von der Arbeitslosigkeit überproportional betroffen sind junge Menschen, da die Unternehmen, um Entlassungen zu vermeiden, die Anzahl der Neueinstellungen drastisch reduziert haben. Vor dem Hintergrund der gedämpften wirtschaftlichen Aktivität hielt die Tendenz zu Preissenkungen an. Die Großhandelspreise, die in den letzten vier Jahren um insgesamt 7 vH gefallen waren, gingen im ersten Halbjahr nochmals zurück. Infolge zunehmenden Konkurrenzdrucks im Einzelhandel und anhaltend schwacher Nachfrage wurden die niedrigeren Einstandspreise in zunehmendem Maße an die Verbraucher weitergegeben; die Konsumentenpreise sanken im zweiten Quartal leicht.

Die Fiskalpolitik hat in den vergangenen Jahren wiederholt versucht, der Konjunktur durch eine Ausweitung der Staatsausgaben Impulse zu geben. Für dieses Jahr rechneten die staatlichen Stellen damit, daß sich die wirtschaftliche Erholung verstärken würde. Daher war eine Rückführung der Staatsausgaben und des staatlichen Defizits geplant. So kam es durch das Auslaufen verschiedener Konjunkturprogramme im ersten Halbjahr 1995 zu einer Abnahme der Staatsausgaben um 4,3 vH im Vergleich zu dem entsprechenden Vorjahreszeitraum. Da die gesamtwirtschaftliche Produktion aber schwach blieb, wurde im April ein Nachtragshaushalt verabschiedet. Ein Konjunkturprogramm in Höhe von 2 700 Mrd. Yen (dies entspricht 0,6 vH des nominalen Bruttoinlandsprodukts) soll einen erneuten Rückgang der Staatsausgaben in der zweiten Jahreshälfte verhindern. Ende Juni wurde in einer Ergänzung zu diesem Nachtragshaushalt beschlossen, 75 vH der öffentlichen Investitionen auf die erste Hälfte des Fiskaljahres 1995/96, also in die Monate April bis September des laufenden Jahres, vorzuziehen. Außerdem wurde ein zusätzliches, umfangreiches Konjunkturprogramm (rund 10 000 Mrd. Yen) für den Herbst in Aussicht gestellt.

Die japanische Zentralbank hat ihre Geldpolitik zuletzt etwas gelockert. Anfang Juli wurde der für die Märkte bedeutende Zinssatz für Tagesgeld durch erhebliche Liquiditätszufuhr auf rund 0,75 % gedrückt. In der Folge kam es sukzessive im gesamten Laufzeitenbereich zu einer Absenkung des Zinsniveaus um etwa einen halben Prozentpunkt. Anfang September paßte die Zentralbank den Diskontsatz dem beim Tagesgeld erreichten Niveau an. Sie senkte ihn auf 0,5 %. Angesichts der stagnierenden wirtschaftlichen Entwicklung versucht sie erneut,

den Märkten Impulse zu geben. Ob sie diesmal erfolgreicher ist als in den vergangenen Jahren wird davon abhängen, inwieweit sich die Expansion der Geldmenge, die sich im ersten Halbjahr verlangsamt hatte, beschleunigt.

Die japanische Wirtschaft stagniert seit nunmehr vier Jahren. Die zahlreichen Versuche der Fiskalpolitik, die wirtschaftliche Tätigkeit anzuregen, waren nicht erfolgreich. Auch die Notenbank war bestrebt, die Wirtschaft zu beleben, wie die Zinssenkungen zeigen, die seit 1991 vorgenommen wurden. Doch die kräftige Aufwertung des Yen, die sinkenden Preise sowie die seit geraumer Zeit sehr geringe Geldmengenexpansion in Japan deuten darauf hin, daß die Geldpolitik trotz niedriger Zinsen restriktiv gewirkt hat. Die neuerliche Senkung der kurzfristigen Zinsen war daher angemessen. Ungewöhnlich an der Entwicklung in Japan ist, daß sich die Wirtschaft dieses Mal nicht aus der Talsohle lösen konnte, obschon Bedingungen herrschten, die früher, wenn auch bei unterschiedlichen Konstellationen im einzelnen, den Wiederanstieg der Produktion stimuliert hatten: eine lebhafte Expansion der Weltwirtschaft, eine kräftige Ausweitung der Staatsausgaben und merkliche Senkungen der Abgaben sowie niedrige Zinsen auf den Geld- und Kapitalmärkten. Dies und die lange Dauer der Stagnation sprechen dafür, daß es sich dieses Mal nicht nur um eine bloße konjunkturelle Schwäche handelt, die sich mit einer Belebung der Nachfrage auf den Auslandsmärkten überwinden läßt und einer die inländische Nachfrage stimulierenden wirtschaftspolitischen Therapie zugänglich ist. Offenbar müssen Ursachen für die Stagnation auf der Angebotsseite der japanischen Wirtschaft gesucht werden.

In der Weltwirtschaft haben sich seit Beginn der achtziger Jahre durchgreifende Änderungen vollzogen. Die neuen Industrieländer Südostasiens sind als potente Anbieter hervorgetreten; zu Ende der achtziger Jahre haben sich viele weitere Länder, insbesondere in Asien, der internationalen Arbeitsteilung geöffnet. Zugleich ist Japan rasch zu einem Hochlohnland geworden. Zusammengekommen bedeutet dies, daß der Wettbewerbsdruck für die japanische Wirtschaft sehr stark zugenommen hat – wegen der räumlichen Nähe zu den Konkurrenten vermutlich mehr als für die Wirtschaft in Nordamerika oder in Europa. Zwar eröffnen sich mit den wachsenden Märkten in anderen Ländern zugleich Absatzchancen, und der damit verbundene Anstieg der Einkommen bietet die Aussicht auf weiteres Wachstum vor allem im inländischen Dienstleistungssektor. Damit sich der erforderliche strukturelle Wandel der Wirtschaft durchsetzen kann, muß es allerdings einen großen Spielraum für flexible Reaktionen der Marktteilnehmer geben. Jedoch kann das Angebot in Japan vielfach nicht rasch oder in ausreichendem Maße auf sich verändernde Marktstrukturen und Verbraucherbedürfnisse reagieren, da eine Vielzahl staatlicher Regulierungen existiert.

Exemplarisch sei auf den Finanzsektor verwiesen, der gerade in dem strukturellen Umbruch, den die japanische Wirtschaft derzeit erlebt, besonders wichtig ist, für den aber eine Vielzahl staatlicher Regelungen gelten. Es bestehen Marktzutrittsbarrieren, die Neugründungen von Kreditinstituten nur zulassen, wenn von staatlicher Seite ein Bedarf ermittelt wird. Staatliche Kreditinstitute verfügen über große Marktanteile. Daß die Konditionen dieser Institute staatlich

vorgegeben werden, trägt zu erheblichen Verzerrungen bei. Darüber hinaus sind auch im privaten Bankensektor zahlreiche Preise für Bankdienstleistungen wie z. B. Konditionen für Wertpapierkäufe staatlich festgesetzt, ebenso werden das Angebot und die Ausgestaltung von Bankprodukten merklich beeinflusst (Genehmigungsauflagen bei Wertpapieremissionen, Laufzeitenregelungen bei Termineinlagen usw.).

Derzeit sind zwei Problemfelder im japanischen Bankensektor zu erkennen. Erstens konnten sich aufgrund der Vielzahl von Regulierungen die Kriterien, nach denen Kredite vergeben wurden, nicht weiterentwickeln. Beispielsweise wurden Bonitätsprüfungen bei der Vergabe von Krediten in der Vergangenheit anhand von Kriterien vorgenommen, die sich in anderen Ländern als unzureichend erwiesen hatten. Dies trug dazu bei, daß die Banken nun mit notleidenden Krediten in Höhe von geschätzten 55 000 Mrd. Yen (entspricht etwa 11,5 vH des Kreditvolumens<sup>1</sup>) belastet sind. Fünf Kreditinstitute, darunter die größte Kreditgenossenschaftsbank Tokios, mußten im zweiten Quartal ihre Geschäfte wegen Zahlungsunfähigkeit einstellen. Die Zentralbank hat daraufhin Liquidität bereitgestellt, um Vermögensverluste der Anleger zu vermeiden. Umfassende Konsolidierungspläne sind in Vorbereitung.

Das zweite, grundlegendere Problem ist darin zu sehen, daß der Bankensektor aufgrund der Vielzahl staatlicher Vorschriften bisher nicht in der Lage war, flexibel auf Nachfrageveränderungen zu reagieren. Ein Markt für Risikokapital konnte sich nicht entwickeln, was den notwendigen Strukturwandel nun erheblich erschwert. Die Gepflogenheiten sowie die angebotenen Produkte an den Märkten für Wertpapiere und Finanzinnovationen entsprechen nicht mehr den internationalen Standards, was zu einer international rückläufigen Bedeutung des Finanzplatzes Japan beigetragen hat. Die japanische Regierung beginnt, darauf zu reagieren. Verschiedene Auflagen bei der Emission von Wertpapieren wurden abgeschafft. Ein gesetzlich festgesetzter Anlagezeitraum bei Termingeldern existiert ebenfalls nicht mehr. Darüber hinaus wurde durch ein Anfang August bekanntgegebenes Maßnahmenpaket ein den Kapitalexport erleichterndes Umfeld geschaffen. Die Vergabe von Fremdwährungskrediten wurde liberalisiert; Erlöse aus Euro-Yen-Emissionen sind jetzt ohne Auflagen transferierbar, und die Restriktionen für die Kapitalanlage in Fremdwährungsanleihen fallen weg. Allerdings profitieren davon nur diejenigen Banken, denen Devisentransaktionen grundsätzlich erlaubt sind. Weiterhin besteht also hier wie in anderen Bereichen der Wirtschaft erheblicher Deregulierungsbedarf.

Die Aussicht dafür, daß die Regierung entschiedene Maßnahmen ergreift, ist allerdings schlecht. Bei den Unterhauswahlen dieses Sommers ist die Regierung geschwächt worden. Gesetzliche Vorhaben, die zur Deregulierung dienen sollten, dürften nur langsam oder mit vielen Abstrichen verabschiedet werden können. Die Perspektiven der für den ausländischen Markt produzierenden Unternehmen werden durch die sich abflachende Weltkonjunktur getrübt. Ein Gegengewicht bildet hier allerdings die Yen-Abwertung in den letzten Mona-

---

<sup>1</sup> Zum Vergleich: In Deutschland beträgt die nach strengeren Maßstäben ermittelte Relation von notleidenden Krediten zum Kreditvolumen im gesamten Bankensektor reichlich 1 vH.

ten. Gleichzeitig verschärft sich die Auslandskonkurrenz, und Importe gewinnen Marktanteile. Insgesamt wird der Anstieg der Industrieproduktion nach kräftigen Expansionsraten Anfang dieses Jahres bis Ende kommenden Jahres nur mäßig sein. Die Unternehmensinvestitionen werden in diesem und im nächsten Jahr allenfalls geringfügig steigen. Schwach wird sich auch der private Verbrauch entwickeln. Er wird bei kaum zunehmenden Reallöhnen in diesem Jahr stagnieren und im nächsten Jahr lediglich um rund 0,5 vH ausgeweitet werden. Insgesamt wird das Bruttoinlandsprodukt im Jahr 1995 kaum über dem im Vorjahr erreichten Niveau liegen; im nächsten Jahr dürfte die Expansion dann reichlich 1 vH betragen, wobei sich das Tempo im Verlauf leicht erhöhen wird. Die Arbeitslosigkeit wird weiter steigen und gegen Ende des nächsten Jahres ein Niveau von knapp 4 vH erreichen. Das Preisniveau auf Konsumentenebene ist in diesem Jahr leicht rückläufig; die schwache inländische Nachfrage, billige Importprodukte und steigende Konkurrenz im Einzelhandel wirken hier preisdämpfend.

### **Abgeflachter Aufschwung in Westeuropa**

In Westeuropa hat sich die Expansion der wirtschaftlichen Tätigkeit in der ersten Hälfte dieses Jahres leicht abgeschwächt. Das Bruttoinlandsprodukt nahm mit einer laufenden Jahresrate von reichlich 2,5 vH zu, nach knapp 3,5 vH im zweiten Halbjahr 1994. Diese Verlangsamung ist auf mehrere Ursachen zurückzuführen. Zum einen ließ – wie in diesem Stadium des Konjunkturzyklus üblich – der Lageraufbau nach, der über das gesamte letzte Jahr die Produktion angeregt hatte. Zum anderen reagierten viele Notenbanken mit deutlichen Zinserhöhungen auf die Abwertung der jeweiligen Landeswährung, wodurch sich die Impulse von der Geldpolitik abschwächten. In den Aufwertungsländern wurden die kurzfristigen Zinsen hingegen vielfach gesenkt. Gestützt wird die Konjunktur weiterhin von den Ausfuhren, die trotz einer etwas nachlassenden Nachfrage aus Nordamerika stark expandierten, und von den Ausrüstungsinvestitionen. Bei diesen wirkten sich gute Ertragsaussichten und der Anstieg der Kapazitätsauslastung positiv aus. Der private Konsum wurde hingegen in vielen Ländern weiterhin durch die Fiskalpolitik gedämpft. In dem Bemühen, die Budgetdefizite zu verringern, haben viele Regierungen die Abgaben erhöht. Die Arbeitslosigkeit hat sich während des ersten Halbjahres geringfügig verringert; die Arbeitslosenquote liegt nun bei knapp 11 vH. Der Preisauftrieb blieb im allgemeinen mäßig. In einigen Ländern hat er sich aber aufgrund einer Erhöhung indirekter Steuern und einer Abwertung der Landeswährung beschleunigt.

In Frankreich hat sich der konjunkturelle Aufschwung – wenn auch im Vergleich zum vergangenen Jahr in abgeschwächten Tempo – fortgesetzt. Das Bruttoinlandsprodukt expandierte im ersten Halbjahr 1995 mit einer laufenden Jahresrate von reichlich 2 vH, nach 4 vH im Verlauf des Jahres 1994. Diese Verlangsamung der konjunkturellen Aufwärtsbewegung war zum großen Teil eine Folge des Nachlassens der aus dem Lageraufbau resultierenden Nachfrage. Dagegen nahmen der private Konsum und die Investitionen in gleichem Maße

wie im vorangegangenen Jahr zu. Bei dem Verbrauch der privaten Haushalte wirkte die Zunahme der Beschäftigung und die damit verbundene Erhöhung der real verfügbaren Einkommen stützend. Im zweiten Quartal wurden Käufe von Pkw vor der Beendigung der Fördermaßnahmen vorgezogen, wodurch der Konsum deutlich stieg. Bei den Investitionen ist das Bild weiterhin uneinheitlich. Während die Investitionstätigkeit bei Ausrüstungsgütern durch gute Ertragsaussichten angeregt wurde, sind die Bauinvestitionen zurückgegangen. Umfangreiche Leerstände beeinträchtigen hier die Nachfrage. Rege blieb die Exporttätigkeit. Aufgrund der guten konjunkturellen Lage in Westeuropa hat sich die Nachfrage nach französischen Gütern erhöht. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt hat sich weiter verbessert. Seit dem Frühjahr 1994 ist die Arbeitslosenquote um einen Prozentpunkt auf rund 11,5 vH gefallen.<sup>2</sup> Der Preisauftrieb auf der Konsumentenebene blieb bis zuletzt sehr verhalten. Die Anhebung der Mehrwertsteuer zum 1. August 1995 hat allerdings die Inflationsrate im Vorjahresvergleich von 1,5 vH im Juli auf 2 vH im August erhöht.

Die französische Notenbank hatte Anfang März die kurzfristigen Zinsen um reichlich zwei Prozentpunkte angehoben, um den Wechselkurs des Franc gegenüber der D-Mark zu stabilisieren. Inzwischen hat sie – nach Abklingen der Wechselkursstürbulenzen – die Zinsen in kleinen Schritten auf das damalige Niveau zurückgeführt. Dies bedeutet, daß von der in den letzten Monaten betriebenen Geldpolitik kaum restriktive Wirkungen ausgehen; auch hat sich die Zuwachsrate des Geldmengenaggregats M3 leicht erhöht (rund 4 vH im Vorjahresvergleich). Für den Prognosezeitraum ist zu erwarten, daß die Banque de France das Zinsniveau am kurzen Ende weiter senken wird. Dafür sprechen der geringe Preisauftrieb und die Tatsache, daß die kurzfristigen Zinsen in Deutschland seit März deutlich herabgesetzt wurden. Da die französische Notenbank in der Vergangenheit sehr eng dem Kurs der deutschen Geldpolitik gefolgt ist, ist zu erwarten, daß sie die beiden letzten Zinssenkungsschritte der Deutschen Bundesbank vom März und vom August teilweise nachvollziehen wird. Damit dürften im Jahr 1996 von der Geldpolitik leicht expansive Impulse auf die wirtschaftliche Tätigkeit ausgehen.

Die Regierung hat im Rahmen eines Nachtragshaushalts zur Begrenzung des in den letzten Jahren kräftig gestiegenen Budgetdefizits unter anderem die Mehrwertsteuer – und zwar um zwei Prozentpunkte – erhöht. Darüber hinaus sollen knapp 20 Mrd. Franc eingespart werden. Das Ziel ist, den Fehlbetrag im diesjährigen Staatsbudget auf eine Größenordnung von 5 vH des Bruttoinlandsprodukts zu begrenzen. In den Jahren 1993 und 1994 hatte diese Quote ungefähr 6 vH betragen. Die Regierung plant für die nächsten beiden Jahre eine Verringerung der Defizitquote auf 4 bzw. 3 vH des Bruttoinlandsprodukts, um das im Vertrag von Maastricht festgelegte Kriterium zu erreichen. Hierfür müßten weitere Einsparungen bzw. Abgabenerhöhungen vorgenommen werden. Wir erwarten zwar nicht, daß diese in dem entsprechenden Umfang realisiert wer-

<sup>2</sup> Die Abgrenzung der Arbeitslosen hat sich seit Mai 1995 derart geändert, daß Personen, die auf der Suche nach einem Arbeitsplatz sind, aber einer Teilzeitbeschäftigung nachgehen, nicht mehr als Arbeitslose gezählt werden. Die Arbeitslosenquote nach neuer Definition liegt damit um reichlich einen halben Prozentpunkt unter derjenigen nach alter Definition.

den. Trotzdem wird die Fiskalpolitik die wirtschaftliche Entwicklung über den gesamten Prognosezeitraum dämpfen.

Bei diesen Rahmenbedingungen wird sich das Expansionstempo der französischen Wirtschaft etwas abschwächen. Das Abflachen der Konjunktur in Westeuropa wird den Anstieg der Exporte bremsen. Die Investitionstätigkeit bei den Ausrüstungsgütern dürfte hingegen weiterhin spürbar ausgeweitet werden. Zwar deuten Umfragen darauf hin, daß die Unternehmen nicht mehr in dem Maße Produktionssteigerungen erwarten wie dies noch Ende 1994 der Fall war. Dies ist aber wohl nicht als Anzeichen für einen konjunkturellen Einbruch zu bewerten, denn Umfragen zeigen, daß die Neigung der Unternehmen zu investieren immer noch kräftig ist. Die Expansion des privaten Konsums dürfte in der zweiten Hälfte dieses Jahres etwas zurückgehen. Zum einen belastet die Erhöhung der Mehrwertsteuer die Nachfrage, zum anderen ist die Anschaffung von Pkw wegen der befristeten Subventionierung vielfach in das zweite Quartal vorgezogen worden. Im Jahr 1996 wird der Verbrauch der privaten Haushalte aber wieder – gestützt von der sich langsam bessernden Lage auf dem Arbeitsmarkt – deutlich steigen. Im Jahresdurchschnitt wird das Bruttoinlandsprodukt in Frankreich 1995 um knapp 3 vH und 1996 um annähernd 2,5 vH über dem Niveau im jeweiligen Vorjahr liegen. Die anziehende Konsumnachfrage und die zunehmende Kapazitätsauslastung werden dazu führen, daß die Unternehmen ihre Preise stärker als in den letzten Jahren heraufsetzen werden. Zusätzlich wird infolge der Anhebung der Mehrwertsteuer der Preisauftrieb in den nächsten Monaten höher ausfallen. Insgesamt ist zu erwarten, daß die Inflationsrate 1995: 2 vH und im Jahr 1996 knapp 3 vH betragen wird.

In Italien hat sich die konjunkturelle Aufwärtsbewegung im ersten Halbjahr 1995 unvermindert fortgesetzt. Das Bruttoinlandsprodukt stieg wie im zweiten Halbjahr 1994 mit einer laufenden Rate von reichlich 3 vH. Dabei blieben die Exportnachfrage und die Investitionstätigkeit die tragenden Kräfte des Aufschwungs. Die italienischen Exporteure haben durch die neuerliche deutliche Abwertung der Lira bis zum Frühjahr ihre preisliche Wettbewerbsposition gegenüber ihren ausländischen Konkurrenten weiter verbessern können. Die zunehmende Kapazitätsauslastung und gute Ertragsaussichten führten zu einer merklichen Ausweitung der Ausrüstungsinvestitionen. Dagegen gingen die Bauinvestitionen leicht zurück. Ein Grund hierfür ist das Aufschieben zahlreicher öffentlicher Infrastrukturmaßnahmen aufgrund der angespannten Lage der öffentlichen Haushalte und der Nachwirkungen der Korruptionsaffären im Zusammenhang mit der Vergabe öffentlicher Bauaufträge. Der private Konsum expandierte nur in geringem Maße, da die verfügbaren Einkommen aufgrund des Rückgangs der Reallöhne und der höheren Abgabenbelastung abnahmen. Auch die Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt dürfte sich dämpfend auf die Konsumneigung ausgewirkt haben. Zwar hat sich hier die Lage zuletzt stabilisiert – die Arbeitslosenquote ist im zweiten Quartal nur noch geringfügig gestiegen, und die Zahl der Beschäftigten hat leicht zugenommen –, eine grundlegende Besserung ist aber nicht in Sicht. Der Preisauftrieb hat sich deutlich verstärkt. Besonders kräftig fiel die Beschleunigung auf der Produzentenebene aus, wobei sich die infolge der mehrfachen Abwertung der Lira teureren Im-

porte preistreibend auswirkten. Dieser Effekt schlug nicht in vollem Ausmaß auf die Konsumentenpreise durch. Hier wirkte der schwache private Verbrauch dämpfend. Ein großer Teil des Anstiegs der Inflationsrate auf der Konsumentenebene ist auf die Anhebung von indirekten Steuern zurückzuführen.

Die italienische Notenbank hat im Februar und im Mai als Reaktion auf den Wertverlust der Lira und die sich beschleunigende Inflation die Leitzinsen um je 0,75 Prozentpunkte erhöht und damit die geldpolitischen Zügel merklich gestrafft. Seitdem hat sich die italienische Währung wieder aufgewertet, ihr Wert liegt aber noch deutlich unter dem Niveau zu Beginn dieses Jahres. Aus unserer Sicht ist erst für den Anfang des nächsten Jahres beim Abklingen des von der Abwertung ausgehenden Kostenschubs mit einer deutlichen Verlangsamung des Preisauftriebs zu rechnen. Wir erwarten, daß die italienische Notenbank einen sehr vorsichtigen Kurs in ihrer Zinspolitik verfolgen wird. Eine schnelle Rückführung der kurzfristigen Zinsen würde an den Devisenmärkten zu einem neuerlichen Vertrauensverlust für die Lira und damit zu einer weiteren Abwertung führen. Deshalb wird es wohl bei den kurzfristigen Zinsen erst nach einer merklichen Verringerung des Preisauftriebs zu vorsichtigen Korrekturen nach unten kommen, so daß von der Geldpolitik bis weit in das nächste Jahr hinein eine restriktive Wirkung ausgehen wird.

Auch die Fiskalpolitik wird die wirtschaftliche Tätigkeit weiterhin dämpfen. In dem Bemühen, das Defizit im Staatshaushalt zu verringern, wird die Regierung weitere drastische Ausgabenkürzungen und Abgabenerhöhungen vornehmen. Die bisher ergriffenen Maßnahmen – die Erhöhung der indirekten Steuern im Rahmen des Nachtragshaushalts im Frühjahr und die ersten Reformschritte bei der staatlichen Rentenversicherung – reichen nicht aus, das Ziel einer merklichen Rückführung der Defizitquote (Budgetdefizit im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt) zu erreichen. In diesem Jahr wird sie voraussichtlich bei knapp 8 vH liegen, nach 9,5 vH im Jahr 1994.

Bei diesen Rahmenbedingungen wird sich der konjunkturelle Aufschwung in Italien abschwächen. Die restriktive Wirtschaftspolitik wird dazu führen, daß der private Konsum weiterhin nur langsam ausgeweitet wird. Die Reallöhne steigen allenfalls geringfügig, und die sich über den Prognosezeitraum nur graduell verbessernde Lage auf dem Arbeitsmarkt wird hier dämpfend wirken. Zusätzlich läßt die Expansion der Nachfrage aus dem Ausland nach. Zum einen schwächt sich die Konjunktur in den Haupthandelspartnerländern etwas ab. Zum anderen ist ein Teil des durch die Abwertung bis zum Frühjahr gewonnenen Wettbewerbsvorteils der italienischen Exporteure durch den starken Anstieg der Erzeugerpreise wieder verlorengegangen; zudem hat sich die Lira im Sommer wieder merklich aufgewertet. Deutlich – wenn auch in etwas abnehmendem Tempo – werden dagegen weiterhin die Ausrüstungsinvestitionen expandieren. Die hohe Kapazitätsauslastung in vielen Bereichen der Wirtschaft und die gute Ertragslage machen Erweiterungsinvestitionen lohnend. Auch die öffentlichen Investitionen in die Infrastruktur werden erhöht werden. Insgesamt ist für dieses Jahr mit einer Zunahme des Bruttoinlandsprodukts um 3 vH und für das nächste Jahr mit einer Zunahme um 2 vH zu rechnen. Der Anstieg der Konsumentenpreise wird sich im nächsten Jahr wieder verlangsamen. Der preis-

treibende Effekt der Abwertung dürfte nachlassen. Zudem wird die schwache Konsumnachfrage bremsen. Für 1995 ist eine Erhöhung des Preisniveaus um knapp 5,5 vH und für 1996 eine um 5 vH zu erwarten.

Im Vereinigten Königreich hat sich der konjunkturelle Aufschwung seit dem Sommerhalbjahr des letzten Jahres, als das Bruttoinlandsprodukt mit einer laufenden Rate von knapp 4,5 vH expandiert hatte, abgeschwächt. Im ersten Halbjahr dieses Jahres wurde nur noch eine laufende Rate von 2,5 vH erreicht. Die Industrieproduktion hat in diesem Zeitraum nahezu stagniert, der Rückgang der Zahl der Arbeitslosen sich merklich verlangsamt. Die Ursachen für die konjunkturelle Abflachung liegen vor allem in dem Abklingen der Impulse von der Geldpolitik. Außerdem wurde das real verfügbare Einkommen der Haushalte durch die Abgabenerhöhungen Ende letzten Jahres und im Frühjahr dieses Jahres belastet. So kam es zu einer nur geringfügigen Expansion des privaten Konsums, obwohl die Beschäftigung ausgedehnt wurde. Die Exporteure nutzten ihre durch den Wertverlust des Pfundes verbesserte Wettbewerbsposition zu einer Ausweitung ihres Absatzes im Ausland. Dämpfend wirkte jedoch die konjunkturelle Abschwächung in den Haupthandelspartnerländern. Die Bauinvestitionen wurden weiterhin von dem Fall der Immobilienpreise – diese sind seit 1989 um reichlich 10 vH zurückgegangen – beeinträchtigt. Hinzu kamen das durch die Leitzinsanhebungen der vergangenen anderthalb Jahre verursachte Anziehen der Hypothekenzinsen. Auch bei den Ausrüstungsinvestitionen war zuletzt ein Abflachen des Anstiegs zu beobachten. Bei den Verbraucherpreisen hat sich der Auftrieb seit Beginn des Jahres leicht verstärkt. Hauptursache hierfür sind die aufgrund der Abwertung des Pfundes stark erhöhten Importpreise. Zuletzt betrug der Anstieg der Konsumentenpreise im Vorjahresvergleich 3,5 vH.

Der Leitzins ist im Februar um einen halben Prozentpunkt angehoben worden. Trotz des Drängens der Notenbank, ihn neuerlich zu erhöhen, um der Gefahr eines sich verstärkenden Preisauftriebs zu begegnen, hat die Regierung ihn seitdem unverändert auf dem Niveau von 6,75 % belassen. Damit sind die kurzfristigen Zinsen in den letzten anderthalb Jahre um annähernd zwei Prozentpunkte gestiegen. Diese Straffung des geldpolitischen Kurses kommt in der Entwicklung der Geldmengenaggregate, die derzeit mit recht hohen Raten expandieren, noch nicht zum Ausdruck. Dies ist aber für die zweite Hälfte dieses Jahres zu erwarten.

Die Fiskalpolitik wirkt derzeit restriktiv. Anfang April sind Abgabenerhöhungen im Umfang von knapp 0,5 vH des verfügbaren Einkommens in Kraft getreten. Damit sind in den letzten zwei Jahren den Haushalten durch fiskalische Maßnahmen rund 2 vH der verfügbaren Einkommen entzogen worden. Bei der Verringerung des Budgetdefizits wurden so weitere Fortschritte erzielt. Im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt wird es in diesem Jahr ungefähr 4 vH und 1996 reichlich 2,5 vH betragen – nachdem es 1993 seinen Höhepunkt bei knapp 8 vH erreicht hatte – und somit den Vorstellungen der Regierung weitgehend entsprechen. Weitere Belastungen für die Unternehmen und die privaten Haushalte sind nicht zu erwarten; eher werden im Jahr 1996 geringfügige Steuersenkungen vorgenommen werden. Damit dürften die dämpfenden Effekte auf die wirtschaftliche Tätigkeit allmählich ausklingen.

Die Expansion des Bruttoinlandsprodukts wird sich im Prognosezeitraum mit dem derzeitigen Tempo, d. h. ungefähr der Wachstumsrate des Produktionspotentials entsprechend, fortsetzen. Dabei werden sich aber die Gewichte verschieben. Der Anstieg der Exporte dürfte sich mit der schwächeren konjunkturellen Entwicklung in Westeuropa und in Nordamerika abflachen. Der private Konsum wird sich hingegen beleben, da die Effekte der Abgabenerhöhungen nachlassen und die real verfügbaren Einkommen aufgrund der größeren Zahl der Beschäftigten deutlich zunehmen. Wegen der deutlich gestiegenen Kapazitätsauslastung in vielen Bereichen der Industrie werden die Ausrüstungsinvestitionen stärker ausgeweitet werden. Dagegen ist bei den Bauinvestitionen angesichts der ungünstigen Rahmenbedingungen – höhere Hypothekenzinsen und Wertverfall bei den Immobilien – mit keiner Belebung zu rechnen. Die leichte Beschleunigung des Preisauftriebs auf der Konsumentenebene wird sich zunächst noch fortsetzen. Zwar wird der preistreibende Effekt der Abwertung allmählich abklingen. Mit der Belebung des privaten Konsums werden aber die Verbraucherpreise stärker angehoben werden. Für den weiteren Verlauf dieses Jahres und für das nächste Jahr erwarten wir keinen weiteren Anstieg der Hypothekenzinsen, die im Einzelhandelspreisindex im Vereinigten Königreich ein großes Gewicht haben. Aus diesem Grund wird die – auf Basis dieses Index ermittelte – Inflationsrate im nächsten Jahr mit 3 vH unter derjenigen in diesem Jahr (3,5 vH) liegen.

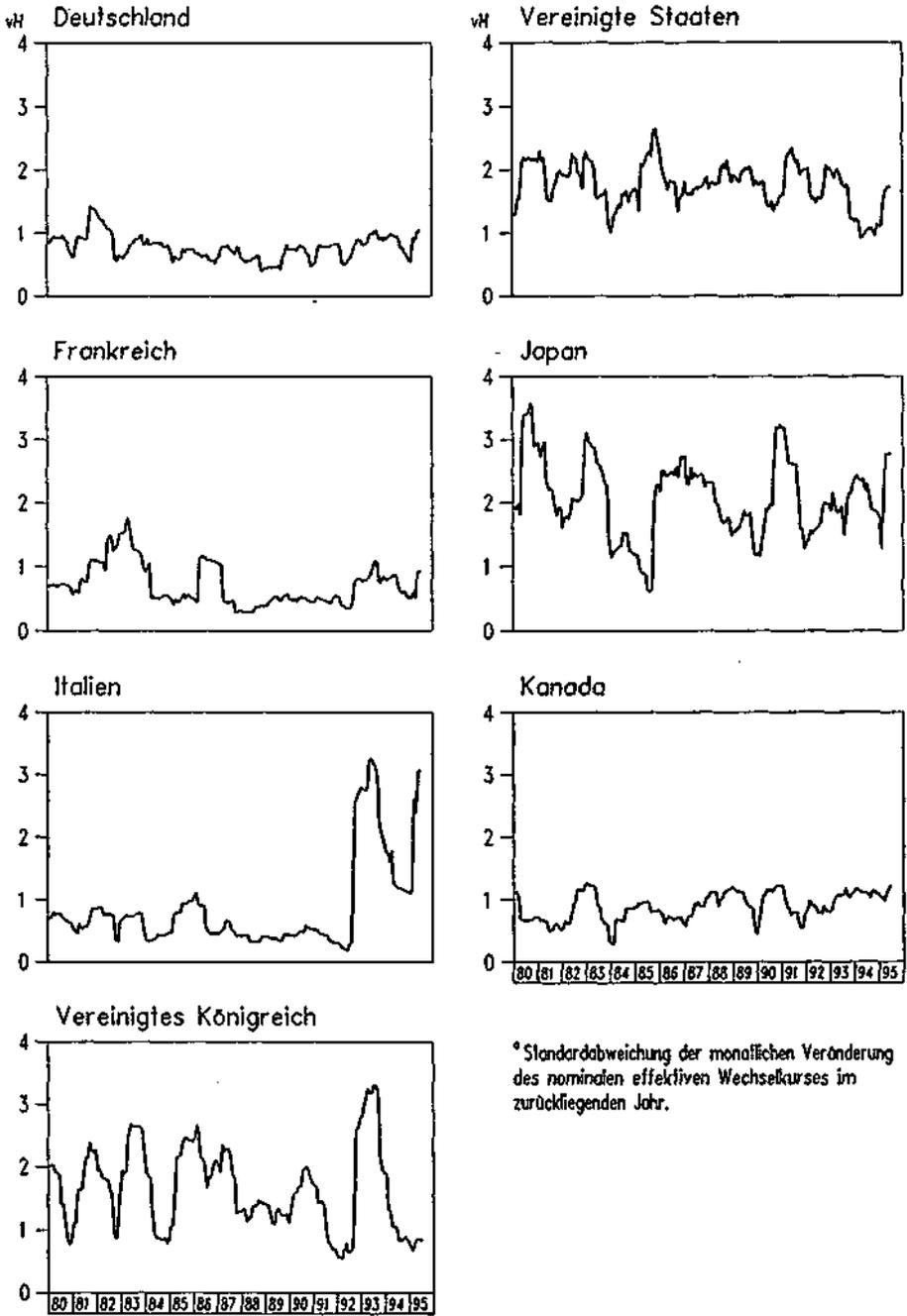
### **Wechselkursänderungen: Wie stark ist der Einfluß auf die Konjunktur?**

Die Währungsrelationen haben sich im Verlauf dieses Jahres zeitweise erheblich geändert. Gleichwohl war die Variabilität der effektiven Wechselkurse im Vergleich zu den Schwankungen in den vergangenen 15 Jahre nicht besonders ausgeprägt, im Gegenteil: Es gab zahlreiche Phasen, in denen die Ausschläge deutlich größer ausfielen als 1995 (Schaubild 2). Dies betrifft beispielsweise die Bewegungen des US-Dollar, die in diesem Jahr geringer waren als in vielen Jahren zuvor. Sehr niedrig sind in dem betrachteten Zeitraum zumeist die Änderungen des effektiven Wechselkurses der D-Mark gewesen. Insgesamt haben sich aber in jüngster Zeit beträchtliche Verschiebungen der preislichen Wettbewerbspositionen ergeben: Seit 1992 weist der japanische Yen mit rund 35 vH die höchste reale effektive Aufwertung auf, und die italienische Lira, deren Kurs innerhalb des Europäischen Währungssystems lange Zeit stabil gewesen war, wertete sich seit 1992 real um etwa 25 vH ab.<sup>3</sup> Solche markanten Änderungen führen zu deutlichen Verschiebungen der Anteile der jeweiligen Länder am Welthandel (Lapp et al. 1995b: 134 ff.).

Um zu ermitteln, wie stark die Exporte eines Landes auf Änderungen des Wechselkurses reagieren und mit welchen Wirkungsverzögerungen dies geschieht, wurde eine empirische Untersuchung durchgeführt. Als erklärende

<sup>3</sup> Die Angaben beziehen sich auf den realen effektiven Wechselkurs auf Basis der Verbraucherpreise; verglichen wird der Wert zur Jahresmitte 1995 mit dem Wert im Durchschnitt des Jahres 1992.

Schaubild 2 – Variabilität der Wechselkurse<sup>a</sup> in den großen Industrieländern



<sup>a</sup> Standardabweichung der monatlichen Veränderung des nominalen effektiven Wechselkurses im zurückliegenden Jahr.



Variable für die Exportentwicklung dürfte neben dem Wechselkurs vor allem die Auslandskonjunktur eine Rolle spielen.<sup>4</sup> Dementsprechend wurde je eine Gleichung für die sieben großen Industrieländer geschätzt, in denen diese beiden Variablen berücksichtigt wurden.<sup>5</sup> Diese Gleichungen wurden benutzt, um Simulationen durchzuführen, aus denen Aussagen über die relative Bedeutung der beiden Einflüsse abgeleitet werden können.

Die Ergebnisse für die kurzfristige und die langfristige Elastizität der Warenexporte bezüglich des realen effektiven Wechselkurses sind in Tabelle 1 zusammengefaßt. Offenbar bestehen zwischen den Ländern deutliche Unterschiede in der Wechselkursabhängigkeit der Exporte. Die Höhe der Elastizität hängt von einer Vielzahl von Faktoren ab, deren Bedeutung sich für die einzelnen Länder nicht genau abschätzen läßt. So dürfte eine Rolle spielen, ob ein Land vorwiegend Konsum- oder Investitionsgüter exportiert. Wichtig ist auch, ob umfangreiche Vertriebssysteme im Ausland aufgebaut wurden. Ferner ist bedeutsam, ob für die exportierten Güter lange Lieferfristen bestehen. Wenn dies in größerem Umfang der Fall ist, wie beispielsweise in Deutschland, dürfte der Einfluß des Wechselkurses auf die realen Ausfuhren kurzfristig gering sein. Bedeutsam ist ferner, ob die Exporteure beispielsweise eine Abwertung zur Verbesserung ihrer Gewinnmargen oder zur Vergrößerung ihrer Marktanteile im Ausland nutzen. Langfristig kann die Wechselkursabhängigkeit dadurch gemindert werden, daß sich die Unternehmen an die geänderten Nachfrageverhältnisse anpassen und ihr Sortiment umstellen, kurzfristig ist dies weniger möglich. Tabelle 1 zeigt, daß die italienischen Exporte kurzfristig am deutlichsten auf eine Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit reagieren. Auch in jüngster Zeit kam es infolge der wiederholten Abwertung der italienischen Lira zu einer raschen Kräftigung der Exportdynamik. Dagegen war zu beobachten, daß die Ausfuhren des

---

<sup>4</sup> Empirische Untersuchungen zeigen die Bedeutung vor allem dieser beiden Variablen auf (z. B. Döpke und Fischer 1994). In der Literatur werden weitere Faktoren genannt, so etwa die Kapazitätsauslastung im Inland und die Variabilität der Wechselkurse. Von diesen beiden Größen geht in der hier beschriebenen Untersuchung indes kaum ein systematischer Einfluß auf die Exporte aus.

<sup>5</sup> Vgl. die ausführliche empirische Analyse bei Lapp et al. (1995a). Betrachtet wurde der Zeitraum 1977 bis 1994, wobei Quartalsdaten verwendet wurden. In jeder Gleichung wurde – analog zum Vorgehen von Döpke und Fischer (1994) – sowohl der langfristige Einfluß der Variablen als auch die kurzfristige Dynamik des Prozesses untersucht. Die Reihe der Auslandskonjunktur wurde berechnet, indem die Industrieproduktion in den jeweils zehn wichtigsten Handelspartnerländern mit den entsprechenden Anteilen am Außenhandel des jeweiligen Landes (Durchschnitt der Jahre 1989 bis 1991) gewichtet wurde. Als realer effektiver Wechselkurs wurde die vom Internationalen Währungsfonds berechnete Reihe auf Basis der Ausfuhrdurchschnittswerte verwendet (IMF 1995). Am besten geeignet für diese Untersuchung wäre ein Index auf Basis der Exportpreise gewesen, da der Absatz eines Gutes am besten durch seinen Preis erklärt werden kann. Dieser Anspruch kommt – von den zur Verfügung stehenden Indizes – derjenige auf Grundlage der Ausfuhrdurchschnittswerte wohl am nächsten. Es ist aber auch zu beachten, daß er in diesem Zusammenhang Schwächen aufweist. In ihm werden nämlich nur Güter berücksichtigt, die tatsächlich gehandelt worden sind, also nicht diejenigen, die z. B. aufgrund einer Aufwertung der Landeswährung nicht mehr wettbewerbsfähig waren und deshalb nicht mehr abgesetzt werden konnten. Dies bedeutet auch, daß er schon die Anpassungen im Exportsortiment eines Landes enthält, die sich als Folge von Wechselkursänderungen ergeben haben.

Tabelle 1 – Indikatoren zur Bedeutung von Wechselkursen und Auslandskonjunktur für die Exporte der großen Industrieländer

	Exportanteil in vH <sup>a</sup>	Aktuelle Änderung des realen effektiven Wechselkurses in vH <sup>b</sup>	Änderungen der realen Exporte in vH infolge einer einprozentigen Verringerung des realen effektiven Wechselkurses		Änderungen der realen Exporte in vH infolge einer einprozentigen Erhöhung der wirtschaftlichen Aktivität in den Haupthandelspartnerländern	
			nach 2 Quartalen	langfristig	nach 2 Quartalen	langfristig
Vereinigte Staaten	7,6	-4	0,27	1,21	1,26	2,33
Japan	8,7	+8	0,43	1,19	0,61	1,71
Kanada	19,0	-3	0,31	0,57	0,94	-
Deutschland	20,7	+4	0,50	0,86	1,35	1,45
Frankreich	17,4	+2	0,55	0,35	1,31	2,13
Italien	15,5	-8	0,87	0,88	1,52	1,46
Vereinigtes Königreich	20,2	-3	0,11	0,35	1,24	0,33

<sup>a</sup> Anteil der Warenexporte am Bruttoinlandsprodukt im Jahr 1994 (Italien: 1993). – <sup>b</sup> Auf Basis der Ausfuhrdurchschnittswerte. Vergleich Mitte 1995 mit Jahresdurchschnitt 1994, geschätzt.

Quelle: Eigene Berechnungen.

Vereinigten Königreichs sehr viel weniger von der seit 1992 zeitweise deutlichen Abwertung profitierten; die Elastizität der britischen Exporte in bezug auf den Wechselkurs ist äußerst niedrig.

Die Prognose der wirtschaftlichen Entwicklung in nächster Zeit wird beeinflusst von den Wechselkursänderungen, die sich in diesem Jahr ergeben haben. Die Auf- und Abwertungen waren bis zum Frühjahr sehr groß, haben sich seitdem aber wieder deutlich zurückgebildet. Vergleicht man den realen effektiven Wechselkurs zur Jahresmitte 1995 mit seinem Durchschnittsniveau im Vorjahr, so zeigt sich, daß die Veränderungen besonders ausgeprägt waren für den japanischen Yen und für die italienische Lira (jeweils rund 8 vH); für die übrigen Währungen war die Auf- bzw. Abwertung höchstens halb so groß (Tabelle 1). Um abzuschätzen, wie stark sich Wechselkursverschiebungen auf die gesamtwirtschaftliche Produktion auswirken, muß die Größe des Außenhandelssektors des jeweiligen Landes berücksichtigt werden. Die japanische Wirtschaft ist nicht so exportorientiert wie etwa die der europäischen Industrienationen. Insofern ist Japan von der jüngsten Yen-Aufwertung weniger betroffen als beispielsweise die deutsche Volkswirtschaft von der Höherbewertung der D-Mark in diesem Jahr, obwohl ihr realer Außenwert seit 1994 nur um 4 vH gestiegen ist. Für die Vereinigten Staaten ist die Abwertung um rund 4 vH auf kurze Sicht wenig konjunkturwirksam, da die Warenexporte im Vergleich zum Bruttoinlandsprodukt äußerst niedrig sind und zusätzlich die Elastizität der Exporte in bezug auf

Wechselkursänderungen gering ist. Die größten Einflüsse für die Konjunktur infolge der Abwertung sind wegen der hohen Elastizität und des zugleich relativ großen Außenhandelssektors demnach für Italien zu erwarten.

Die Exporte eines Landes werden außer von Wechselkursänderungen auch von der Expansion der Auslandsmärkte beeinflusst. Die Elastizitäten unterscheiden sich für die einzelnen Länder beträchtlich (Tabelle 1). Auf kurze Sicht erhöht sich die Zuwachsrates der Exporte in der Regel um mehr als einen Prozentpunkt, wenn der Anstieg der Industrieproduktion in den Handelspartnerländern um einen Prozentpunkt zunimmt; in Japan ist die Reaktion indes deutlich niedriger. Auf lange Sicht sind die Divergenzen zwischen den Ländern noch größer.<sup>6</sup>

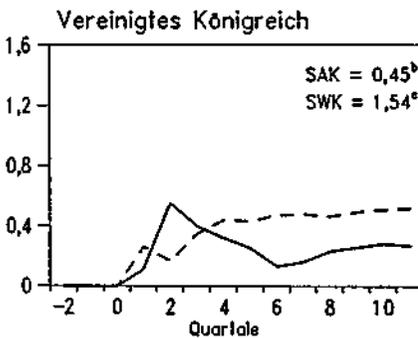
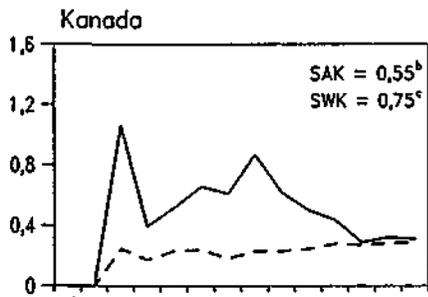
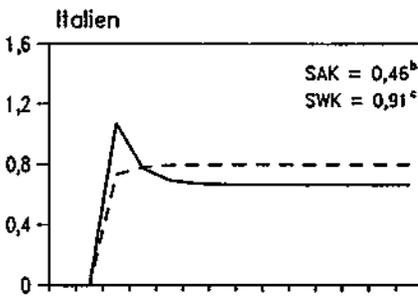
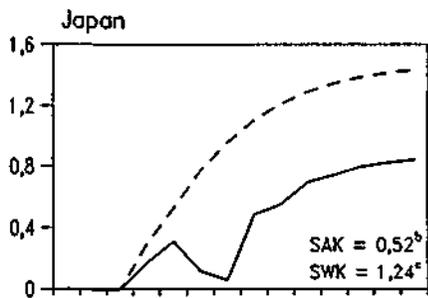
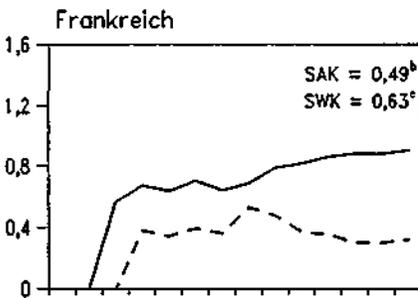
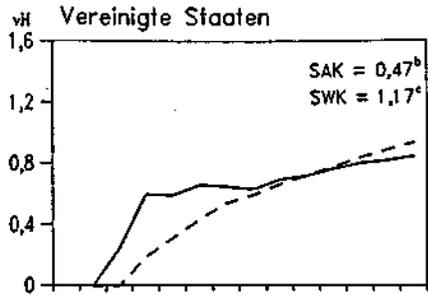
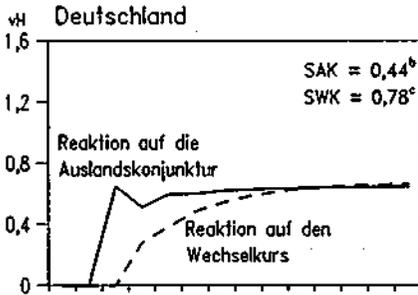
Um zu überprüfen, wie wichtig die Änderung der Wechselkurse im Vergleich zu denen der Auslandskonjunktur ist, wurden anhand der geschätzten Gleichungen für jedes Land Simulationen durchgeführt. In Schaubild 3 ist dargestellt, um wieviel Prozentpunkte die realen Warenexporte rascher steigen, wenn sich die heimische Währung real abwertet bzw. sich die Auslandskonjunktur bessert; betrachtet wird dabei ein Zeitraum von drei Jahren. Die hypothetische Änderung vollzieht sich jeweils in der Ausgangsperiode und hält an, d. h., es wird ein dauerhaft niedrigeres Niveau des Wechselkurses bzw. ein dauerhaft höheres Niveau der Industrieproduktion im Ausland erreicht. Hierbei werden die Effekte einer „typischen“ Änderung der beiden Variablen untersucht, d. h., ihre Veränderung entspricht der durchschnittlichen Abweichung vom jeweiligen Trend.<sup>7</sup> Dieses Vorgehen trägt der Tatsache Rechnung, daß in der Vergangenheit Wechselkursbewegungen stärker ausgeprägt waren als Konjunkturschwankungen.

In den meisten der hier betrachteten Länder spielte in der Vergangenheit die Auslandskonjunktur kurzfristig eine wichtigere Rolle: Verstärkt sich der Anstieg der Industrieproduktion in den Handelspartnerländern, so reagieren die heimischen Exporte rascher als bei einer Abwertung der Währung im typischen Ausmaß. Die Stärke der Wirkung ist dabei in den Vereinigten Staaten, in Deutschland, in Frankreich und in Italien ganz ähnlich. Lediglich in Japan dominiert schon auf kurze Sicht der Wechselkurseffekt. Langfristig gibt es in den meisten Ländern kaum Unterschiede in der relativen Bedeutung; die Exporte reagieren in ähnlichem Ausmaß, gleichgültig ob die Auslandskonjunktur oder der reale effektive Wechselkurs sich im Ausmaß der normalen Trendabweichung verändert. Allein in Frankreich wirkt sich die Expansion der Exportmärkte deutlich stärker aus als eine Abwertung, während es in Japan umgekehrt ist. Am geringsten sind die Wirkungen in Kanada und im Vereinigten Königreich, und zwar sowohl was die Reaktion auf die Auslandskonjunktur als auch die auf die Wechselkursbewegungen betrifft.

<sup>6</sup> Für Kanada ist in Tabelle 1 kein Wert für die langfristige Elastizität der Exporte in bezug auf die Industrieproduktion im Ausland angegeben, da diese Variable in der geschätzten Gleichung für die Langfristbeziehung keine Rolle spielt.

<sup>7</sup> Es wird also die für den gesamten Schätzzeitraum errechnete Standardabweichung der quartalsweisen Veränderungen der beiden Variablen zugrundegelegt. Ihr Wert ist in Schaubild 3 für die einzelnen Länder jeweils angegeben.

Schaubild 3 – Reaktion der realen Exporte der großen Industrieländer auf Veränderungen der Auslandskonjunktur und des realen effektiven Wechselkurses<sup>a</sup>



<sup>a</sup> Auslandskonjunktur: Mit den Handelsanteilen gewichtete Industrieproduktion in den jeweils 10 wichtigsten Handelspartnerländern. Realer Wechselkurs berechnet auf der Basis der Ausfuhrdurchschnittswerte. Reaktion der realen Exporte auf eine Verbesserung der Auslandskonjunktur bzw. auf eine reale Abwertung um jeweils eine Standardabweichung. - <sup>b</sup> Standardabweichung der Veränderung der Auslandskonjunktur. - <sup>c</sup> Standardabweichung der Veränderung des realen Wechselkurses.



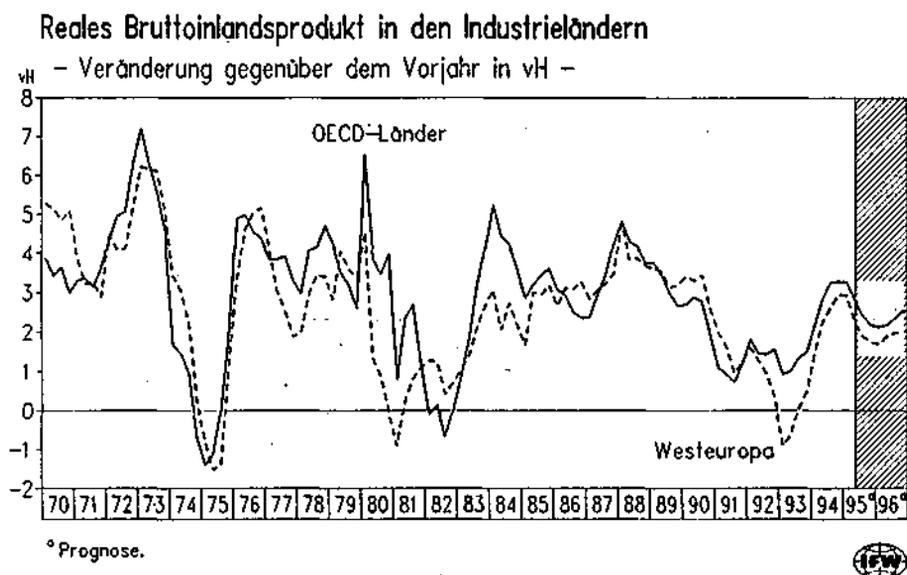
Bezüglich der konjunkturellen Aussichten bedeuten die Ergebnisse beispielsweise für Japan, daß die reale Aufwertung des Yen, die sich in den letzten Jahren eingestellt hat, noch längere Zeit dämpfend auf die Ausfuhren wirken wird. Ein Gegengewicht bildet die Abwertung seit dem Frühjahr 1995, denn die japanischen Exporte reagieren recht schnell auf Wechselkursänderungen. Ferner hat die Auslandskonjunktur – wegen der niedrigen kurzfristigen Elastizität – nur einen geringen Einfluß; doch ist dabei zu beachten, daß das durchschnittliche Wirtschaftswachstum in den Handelspartnerländern Japans deutlich größer ist als bei den Handelspartnern der übrigen sechs Staaten, denn zu den wichtigen Absatzmärkten gehören die VR China und Länder Südostasiens, deren Importe etwa doppelt so rasch expandieren wie die der Industrieländer. Dies hat auch in jüngster Zeit die japanischen Exporte gestützt. Für die Vereinigten Staaten ist die Entwicklung der Produktion im Ausland auch schon auf kurze Sicht bedeutsam. So sind die Exportaussichten in diesem und im kommenden Jahr nicht zuletzt abhängig davon, ob sich die Konjunktur in Kanada wieder erholt und die Produktionsschwäche in Mexiko überwunden wird. Beide Länder zusammen beziehen rund ein Drittel der amerikanischen Ausfuhren. Für die westeuropäischen Länder spielt der Handel innerhalb Europas die größte Rolle. Die konjunkturelle Aufwärtsbewegung in Westeuropa wird sich in nur abgeschwächtem Tempo fortsetzen, so daß die Ausfuhren Deutschlands und Frankreichs wohl langsamer steigen als 1994 und auch noch 1995; dämpfend wirkt hier zusätzlich die – allerdings geringe – reale Aufwertung. Auch für Italien ist damit zu rechnen, daß die Exportdynamik im kommenden Jahr nachläßt. Die Effekte der Lira-Abwertung erreichen ihren Höhepunkt bereits im laufenden Jahr.

### **Schwächere Weltkonjunktur: Ist die Geldpolitik zu restriktiv?**

Reichlich zwei Jahre nach dem Beginn des konjunkturellen Aufschwungs in den Industrieländern hat sich das Expansionstempo merklich verringert. Ist dies gar der Beginn einer erneuten Rezession? Oder sind die Aufschwungkkräfte intakt, so daß mit einer Fortsetzung der Aufwärtsentwicklung gerechnet werden kann? Auch in früheren Zyklen hat es eine der derzeitigen Entwicklung vergleichbare Abschwächung gegeben. Dem zunächst stürmischen Aufschwung nach der Rezession 1974/75 folgte eine Phase, in der sich die Zuwachsrates des realen Bruttoinlandsprodukts für die großen Industrieländer um etwa zwei Prozentpunkte verminderte; ähnlich ausgeprägt war die Pause im Aufschwung gegen Mitte der achtziger Jahre (Schaubild 4).

Diese Tempoverlangsamung entspricht insofern dem typischen konjunkturellen Muster, als in der Anfangsphase des Aufschwungs lagerzyklische Bewegungen ein großes Gewicht haben. Die Vorräte werden nach dem Anziehen der gesamtwirtschaftlichen Endnachfrage wieder aufgestockt, und der Anstieg der Produktion verstärkt sich. Dieser Impuls klingt danach wieder ab. Dem folgt üblicherweise eine raschere Expansion der übrigen Nachfragekomponenten, wobei die Investitionstätigkeit besonders bedeutsam ist. Auch in diesem Aufschwung kam es zunächst zu einem kräftigen Lageraufbau. Im Jahr 1994 sind

Schaubild 4 – Reales Bruttoinlandsprodukt in den Industrieländern



dann in den westeuropäischen Ländern die Ausrüstungsinvestitionen angesprungen; im Sommer 1995 übertrafen sie das Niveau im Vorjahr um rund 8 vH.

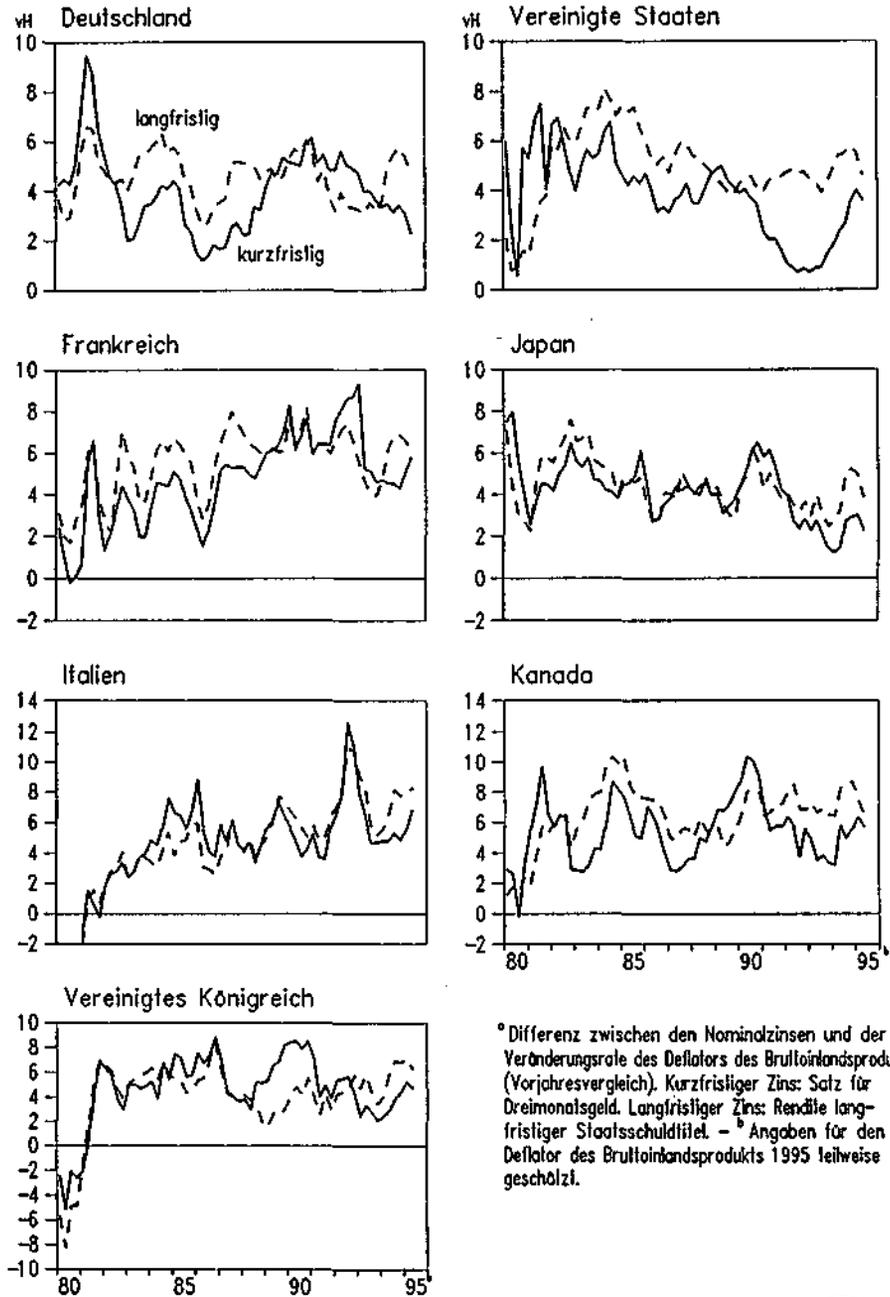
Für die konjunkturelle Entwicklung in nächster Zeit ist entscheidend, welchen Kurs die Wirtschaftspolitik verfolgt. Die westeuropäischen Regierungen sind zwar seit einiger Zeit bemüht, die Staatsbudgets zu konsolidieren; vor allem die Abgabenerhöhungen dürften die Ausgabebereitschaft der privaten Haushalte gedämpft haben. Eine Verschärfung dieses Kurses ist aber nicht zu beobachten. So werden die strukturellen Defizite in diesem und im nächsten Jahr zumeist in ähnlichem Ausmaß vermindert wie 1994 (OECD 1995 a: 9). In einigen großen Ländern (Deutschland, Vereinigtes Königreich) wird dies nicht der Fall sein, denn dort sind für das Jahr 1996 Steuersenkungen beschlossen oder beabsichtigt. Der finanzpolitische Kurs in den Vereinigten Staaten dürfte sich kaum ändern; ähnliches gilt für Japan, wo die Regierung versuchen wird, das Niveau der Staatsausgaben aufrechtzuerhalten. Auch die geldpolitischen Indikatoren weisen nicht auf eine deutliche Straffung durch die Notenbanken oder gar auf einen Restriktionskurs hin. In den Vereinigten Staaten waren zwar die Leitzinsen deutlich angehoben worden, um eine Überhitzung der Konjunktur zu verhindern; die Restriktionsmaßnahmen im vergangenen Jahr waren aber nicht so ausgeprägt wie in früheren Zyklen, als es jeweils darum ging, einer kräftigen Beschleunigung der Inflation entgegenzuwirken. Inzwischen hat die US-Notenbank wieder leicht gelockert. In vielen westeuropäischen Ländern sahen die Notenbanken bislang keinen Anlaß, die kurzfristigen Zinsen anzuheben; sie liegen damit nach wie vor deutlich – nämlich im Durchschnitt um 4 bis

5 Prozentpunkte – unter dem Niveau im Herbst 1992, als die Lockerung begann. Mehrere Notenbanken haben sogar ihre Politik der Zinssenkungen – nach einer fast einjährigen Pause – fortgesetzt; so wurden die Zinsschritte der Deutschen Bundesbank in den meisten Nachbarländern nachvollzogen. Anders verhielten sich freilich diejenigen Länder, deren Währungen in diesem Jahr unter Druck geraten sind. So stiegen die Geldmarktzinsen beispielsweise in Italien und in Spanien bis zum Sommer merklich an. Sie wurden erst recht zögernd wieder gesenkt, um nicht eine neue Spekulation gegen die Währungen auszulösen.

Um die Wirkung der Zinsen auf die Konjunktur abzuschätzen, ist es sinnvoll, die Nominalzinsen um den Inflationseffekt zu bereinigen; dieser entspricht der von den Marktteilnehmern erwarteten Inflation, die jedoch nicht direkt beobachtet werden kann. Der Realzins wird hier deshalb ermittelt als Differenz zwischen dem Nominalzins und dem aktuellen Anstieg des Deflators des Bruttoinlandsprodukts (im Vorjahresvergleich). Das so berechnete Realzinsniveau ist in Westeuropa derzeit nicht ungewöhnlich hoch; im Vergleich zu der Restriktionsphase zu Beginn der neunziger Jahre ist es deutlich niedriger (Schaubild 5). Die Realzinsen wären nur dann unterschätzt, wenn die Inflationserwartungen gegenwärtig geringer wären als die aktuellen Inflationsraten. Dagegen sprechen aber alle verfügbaren Prognosen. Eher sind die Realzinsen in der Restriktionsphase zu Beginn der neunziger Jahre, als allgemein mit abnehmenden Preisteigerungsrate gerechnet wurde, hier zu niedrig ausgewiesen. Setzte man die Realzinsen für jene Zeit entsprechend höher an, wäre der Rückgang der Realzinsen seitdem noch ausgeprägter; um so mehr würde folglich gegen restriktive Wirkungen der Geldpolitik im Jahr 1995 sprechen. Der konjunkturelle Aufschwung ist ausgelöst worden durch die beträchtlichen Zinssenkungen, die seit Herbst 1992 vorgenommen wurden. Richtig ist, daß – sofern die kurzfristigen Zinsen nicht weiter zurückgenommen werden – die Impulse seitens der Geldpolitik nachlassen. Eine Konjunkturschwäche oder eine Rezession bewirkt dies aber nicht. Vielmehr endete ein Aufschwung in der Vergangenheit immer dann, wenn es zu einer inflationären Übersteigerung und einer Flucht in das Sachkapital und einem entsprechenden Anstieg der langfristigen Realzinsen kam. Jeder Rezession gingen deutliche Anhebungen der Leitzinsen durch die Notenbanken voran. Ein solches Szenario ist aus heutiger Sicht unwahrscheinlich.

Ein weiteres Indiz dafür, daß die Geldpolitik nicht auf eine Rezession hinwirkt, ist in der Zinsstruktur zu sehen. In der Vergangenheit hat es eine markante Konjunkturabschwächung oder eine Rezession nur gegeben, nachdem zuvor die Zinsstruktur invers geworden war. Die Differenz zwischen langfristigen und kurzfristigen Zinsen war im Sommer 1995 – wie schon seit geraumer Zeit – in allen Ländern positiv, und zwar auch dort, wo die Notenbanken in jüngster Zeit die Leitzinsen angehoben haben, um den Wechselkurs zu stützen. Derzeit entspricht die Zinsdifferenz in den hier betrachteten sieben großen Industrieländern etwa dem Wert, der im langfristigen Durchschnitt zu beobachten war. Danach ist der Kurs der Geldpolitik im großen und ganzen als neutral einzustufen. Von der Geldpolitik dürften also keine deutlich dämpfenden Wirkungen auf die Konjunktur ausgehen. Sie wird – bleibt es bei dem eingeschlagenen Kurs – die wirtschaftliche Aktivität indes auch nicht zusätzlich anregen.

Schaubild 5 – Kurz- und langfristige Realzinsen<sup>a</sup> in den großen Industrieländern



Deshalb ist in den meisten Ländern mit einer Aufwärtsentwicklung zu rechnen, bei der die Zuwachsrate des realen Bruttoinlandsprodukts in etwa der Wachstumsrate des Produktionspotentials entspricht.

### **Ausblick: Moderater Aufschwung in den Industrieländern ...**

Die Ausrichtung der Wirtschaftspolitik wird sich in nächster Zeit nicht grundlegend ändern. Die Geldpolitik wird – über alle Länder betrachtet – einen neutralen Kurs beibehalten. Für die Vereinigten Staaten ist für die nächste Zeit mit weiteren leichten Zinssenkungen zu rechnen, so daß die restriktiven Wirkungen allmählich nachlassen. In Westeuropa sind in denjenigen Ländern, deren Währungen eng an die D-Mark gebunden sind, die kurzfristigen Zinsen im August dieses Jahres nochmals gesenkt worden. Diese Tendenz wird sich vorerst fortsetzen. Für den späteren Verlauf des Jahres 1996 sind für diese Länder geringe Zinserhöhungen zu erwarten; nennenswerte Auswirkungen wird dies im Prognosezeitraum aber nicht haben. In den Ländern, deren Währungen in der ersten Hälfte dieses Jahres deutlich an Wert verloren haben, ist nicht mit einer deutlichen Rücknahme der Geldmarktzinsen zu rechnen, da die Notenbanken einen neuerlichen Vertrauensverlust der Finanzmärkte befürchten. In Japan dürfte es vorerst nicht zu weiteren Zinssenkungen kommen; die Notenbank wird vermutlich abwarten, ob sich die jüngsten Liquiditätserleichterungen anregend auf die Konjunktur auswirken. Die Fiskalpolitik wird in Westeuropa die wirtschaftliche Tätigkeit zumeist eher dämpfen. Die Abgaben werden in mehreren Ländern weiter angehoben werden, mit dem Ziel, die hohen Budgetdefizite zu verringern. In den Vereinigten Staaten und in Japan wirkt die Finanzpolitik dagegen in etwa neutral.

Bei diesen wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen wird sich die Aufwärtsentwicklung in den Industrieländern in dem zuletzt erreichten Tempo fortsetzen. Der Anstieg des zusammengefaßten Bruttoinlandsprodukts wird sich in diesem und im kommenden Jahr auf rund 2 vH belaufen (Tabelle 2). Dabei werden sich die Zuwachsraten in den einzelnen Regionen – nach der zwischenzeitlichen Divergenz in der ersten Hälfte dieses Jahres – wieder einander annähern. In den Vereinigten Staaten wird sich die Ausweitung der wirtschaftlichen Aktivität nach der deutlichen Verlangsamung im ersten Halbjahr etwas verstärken. Für Westeuropa ist dagegen über den Prognosezeitraum eine Expansion in dem zuletzt beobachteten Tempo zu erwarten. Die japanische Wirtschaft dürfte sich im nächsten Jahr langsam erholen. Dabei ist in allen Regionen kaum mit einer Verminderung der Arbeitslosigkeit zu rechnen. Der Auftrieb der Verbraucherpreise bleibt im allgemeinen mäßig, doch wird er sich in einigen Ländern leicht beschleunigen, zumal sich der private Konsum belebt. Im Jahresdurchschnitt wird die Inflationsrate in den Industrieländern in diesem und im nächsten Jahr jeweils etwa 2,5 vH betragen. Durch die Abnahme des Expansionstempos der Wirtschaft in den Industrieländern wird auch der Welthandel weniger stark ausgeweitet werden. Für dieses Jahr erwarten wir eine Zunahme von 8 vH und für 1996 eine von 7 vH. Dies bedeutet – verglichen mit der Rate des vergangenen Jahres von annähernd 10 vH – eine merkliche Verlangsamung.

Tabelle 2 – Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in den Industrieländern 1993–1996 – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (vH)

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

<sup>a</sup> Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts von 1994. – <sup>b</sup> Teilweise geschätzt. – <sup>c</sup> Prognose.

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

### ... aber kein Handlungsbedarf für die Geldpolitik

Die Aussicht, daß die Produktion in nächster Zeit in den meisten Ländern nicht rascher steigt als die gesamtwirtschaftliche Produktionskapazität wächst, dürfte für die wirtschaftspolitischen Instanzen unbefriedigend sein. Für Westeuropa zeichnet sich ab, daß die Arbeitslosigkeit auf dem gegenwärtigen Niveau von durchschnittlich 11 vH verharrt oder allenfalls nur geringfügig sinkt. Damit bleibt die Erwerbslosigkeit zumeist höher als sie gegen Mitte der achtziger Jahre war, in einer ähnlichen konjunkturellen Situation also wie im Jahr 1995. Auch in Japan erweist sich das Arbeitsmarktproblem im Vergleich zu damals als gravierender, während die Arbeitslosenquote in den Vereinigten Staaten etwa

dem Niveau entspricht, das früher bei einem entsprechenden Grad der Kapazitätsauslastung erreicht wurde.<sup>8</sup>

Es ist damit zu rechnen, daß in nächster Zeit angesichts der zumeist anhaltend hohen Arbeitslosigkeit zunehmend Forderungen erhoben werden, die Wirtschaftspolitik, insbesondere die Geldpolitik, müsse die Konjunktur deutlich anregen. Solche Diskussionen wurden auch früher geführt. Nicht zuletzt auf Weltwirtschaftsgipfeln wurden große Industrieländer in der zweiten Hälfte der siebziger Jahre und auch zur Mitte der achtziger Jahre aufgefordert, ihre Wirtschaft anzukurbeln. In beiden Phasen wurde in Japan, in Deutschland und in einer Reihe anderer Länder die Geldpolitik besonders expansiv ausgerichtet; damit einher ging Ende der siebziger Jahre eine expansive Finanzpolitik. Zwar beschleunigte sich damals das Aufschwungstempo in den betroffenen Volkswirtschaften und auch in den Industrieländern insgesamt. Letztlich gewonnen wurde aber nichts, im Gegenteil: Mit dem einsetzenden Boom verstärkte sich die Inflation gegen Ende der siebziger Jahre dramatisch, und gegen Ende der achtziger Jahre erhöhte sich der Preisaufrtrieb ebenfalls spürbar, wenn auch nicht so ausgeprägt wie eine Dekade zuvor. In der Folge wurde die Geldpolitik jeweils restriktiv ausgerichtet, um die Inflation einzudämmen. Sowohl die Rezession zu Beginn der achtziger Jahre als auch die zu Anfang der neunziger Jahre gingen auf diese Politik des „stop-and-go“ zurück. Das Experiment, den Aufschwung zu forcieren und so „das Produktionspotential zu testen“, scheiterte letztlich. Es zeigte sich erneut, daß durch überzogene Zinssenkungen – und damit durch eine rasche Expansion der Geldmenge – das Wachstumstempo einer Wirtschaft nicht erhöht werden kann.

Anders gewendet bedeutet dies, daß man die Arbeitslosigkeit nicht dauerhaft senken kann, indem man eine höhere Inflation akzeptiert. Die Wahlmöglichkeit, die die „Phillips-Kurve“ suggeriert, gibt es für die Wirtschaftspolitik in der Realität nicht, da die Wirtschaftssubjekte nicht der Geldillusion unterliegen. Ein Anstieg der Inflation führt früher oder später zu einem Nachziehen der Löhne, weil die Arbeitnehmer bestrebt sind, ihre Reallohnposition zu verteidigen. Der daraus folgende Rückgang der Beschäftigung läßt sich nur durch einen neuen – überraschenden – Anstieg des Preisaufrtriebs verhindern; die Inflation bleibt also nicht stabil, sondern sie eskaliert. Erreicht die Inflation ein für die Wirtschaftspolitik inakzeptables Niveau, kommt es – wie die Erfahrung in den Industrieländern zeigt – zu einem Gegensteuern und einem Beschäftigungseinbruch.

Diese Einschätzung scheint derzeit auch bei den meisten Zentralbanken vorzuherrschen.<sup>9</sup> Nicht zuletzt hat sie dazu beigetragen, daß in den vergangenen Jahren erhebliche Erfolge bei der Stabilisierung des Preisniveaus erzielt wurden. Die Inflationsrate ist im Durchschnitt der Industrieländer so niedrig wie zuletzt zu Beginn der sechziger Jahre. Nur vereinzelt hat sich der Preisaufrtrieb in diesem Jahr verstärkt, so in einigen westeuropäischen Ländern, deren Währungen deut-

<sup>8</sup> Vgl. auch die Analyse des Zusammenhangs zwischen Arbeitslosigkeit und Kapazitätsauslastung bei Gern et al. (1995).

<sup>9</sup> Vgl. z. B. die Argumentation im Rahmen der Analyse des Inflationsprozesses bei Deutsche Bundesbank (1992).

lich an Wert verloren haben. Diese Beschleunigung wird sich als vorübergehend erweisen, denn die Effekte der Importverteuerung auf die Verbraucherpreise klingen allmählich ab. Für die Entwicklung der Inflation auf mittlere Sicht ist entscheidend, daß die Notenbanken ihren Stabilitätskurs beibehalten. Dies ist der beste Beitrag, den die Geldpolitik für eine stetige Wirtschaftsentwicklung leisten kann. Für das Erreichen eines höheren Wirtschaftswachstums und einer niedrigeren Arbeitslosigkeit sind die Finanzpolitik und die Lohnpolitik gefordert.

## Summary

### Industrial Countries: Slowdown of the Recovery

The economic expansion in the industrial countries has continued in the course of this year, but the upswing has lost some momentum. Real GDP rose at an annual rate of 2 p.c. during the first six months, after 3 p.c. in the second half of 1994. Especially in the United States, the increase in production was markedly lower after monetary policy had been tightened. In western Europe, capacity utilization rose again; but due to a less expansionary monetary policy and a slower buildup of stocks the improvement was not as strong as during last year. Nevertheless, the recovery has broadened since private investment activity has strengthened. The Japanese economy remained extraordinarily weak, production has stagnated now for four years. Reasons are to be found in the neglect of the need for structural change, in the repeated revaluation of the yen and in the all in all restrictive effects of monetary policy.

Inflation remained moderate in the industrial countries. In the Anglo Saxon economies which are ahead of the other industrial countries during this business cycle, inflation rates went up slightly. In those European economies whose currencies devalued in the first half of this year, the increase in consumer prices accelerated somewhat because of higher import prices.

### *No Danger of Recession*

This slowdown in economic activity corresponds to the usual pattern of business cycles; a slowdown also occurred in the 1970s and in the 1980s roughly two years after the recovery had started. During the beginning of an upswing, the economic expansion is largely due to an increased demand for stocks which stimulates production. Afterwards, that component of demand loses impact, and the other demand components, especially investment, gradually pick up. Exactly the same pattern could be observed in the current recovery.

The fear that the recovery is not only slowing down but may turn into a recession is not justified since neither fiscal nor monetary policy is on a restrictive path. While governments have tried for some time to lower excessive budget deficits, an acceleration of this course is not expected for 1995 or 1996. Central banks have not tightened either. Real interest rates are now significantly below the level reached at the beginning of the 1990s when the last recession started.

In addition, the difference between long-term and short-term interest rates continues to be positive and is often even higher than normal. Prior to the recessions in the past, this differential had become negative and short-term interest rates had been raised considerably by practically all central banks. No such scenario is likely in the near future.

### *Outlook: Moderate Upswing in Industrial Countries*

Economic policy in the industrial countries is not going to change fundamentally during the next two years. Thus we expect that the overall economic expansion will proceed at a rate roughly equal to the one observed in the course of 1995. In the United States, output growth will accelerate again after the slowdown earlier this year. The Japanese economy will, however, recover only later next year. The rise in consumer prices will, in general, remain moderate; it will pick up slightly in countries where private consumption increases. The inflation rate will average 2.5 p.c. in each of the next two years. Along with the slowdown in industrial countries, world trade is likely to expand less rapidly; following double-digit rates in 1994, the increase will amount to 8 p.c. this year and to 7 p.c. in 1996.

### *No Boost Needed from Monetary Policy*

The outlook that unemployment will remain high – especially in western Europe – and that the production will increase at a rate roughly the same as the growth of potential output will not be satisfactory for governments. Therefore, the temptation may arise – as it did in the late 1970s and the mid 1980s – to bring down interest rates more quickly in order to stimulate economic activity further. Experience shows, however, that such a go-policy will drive inflation up and will sooner or later be followed by a stop-policy leading to a renewed recession. The failure of these policy experiments is evidence that the problem of unemployment cannot be solved by easy monetary policy.

## **Literaturverzeichnis**

- Deutsche Bundesbank (1992). Zum Zusammenhang zwischen Geldmengen- und Preisentwicklung in der Bundesrepublik Deutschland. *Monatsberichte*, 44 (1): 20–29.
- 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 (1995). Industrieländer: Stabilitätsorientierte Geldpolitik – fortgesetzter Aufschwung. *Die Weltwirtschaft*: 1–32.
- IMF (International Monetary Fund) (1995). *International Financial Statistics*. Washington, D. C.
- Lapp, S., J. Scheide und R. Solveen (1995a). Determinants of Exports in the G-7 Countries. Kieler Arbeitspapiere 707. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Lapp, S., K.-W. Schatz, J. Scheide und R. Solveen (1995b). Industrieländer: Aufschwung flacht sich ab. *Die Weltwirtschaft*: 117–143.
- OECD (1995a). *Economic Outlook*. Juni. Paris.
- (1995b). *Main Economic Indicators*. Paris.
- (1995c). *Foreign Trade Statistics*. Paris.