

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

Article — Digitized Version

Vor einer Besserung der Konjunktur in den Industrieländern

Die Weltwirtschaft

Provided in Cooperation with:

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

Suggested Citation: Lapp, Susanne; Schatz, Klaus-Werner; Scheide, Joachim; Solveen, Ralph (1996) : Vor einer Besserung der Konjunktur in den Industrieländern, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 1, pp. 1-28

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/1672>

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.

Vor einer Besserung der Konjunktur in den Industrieländern

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

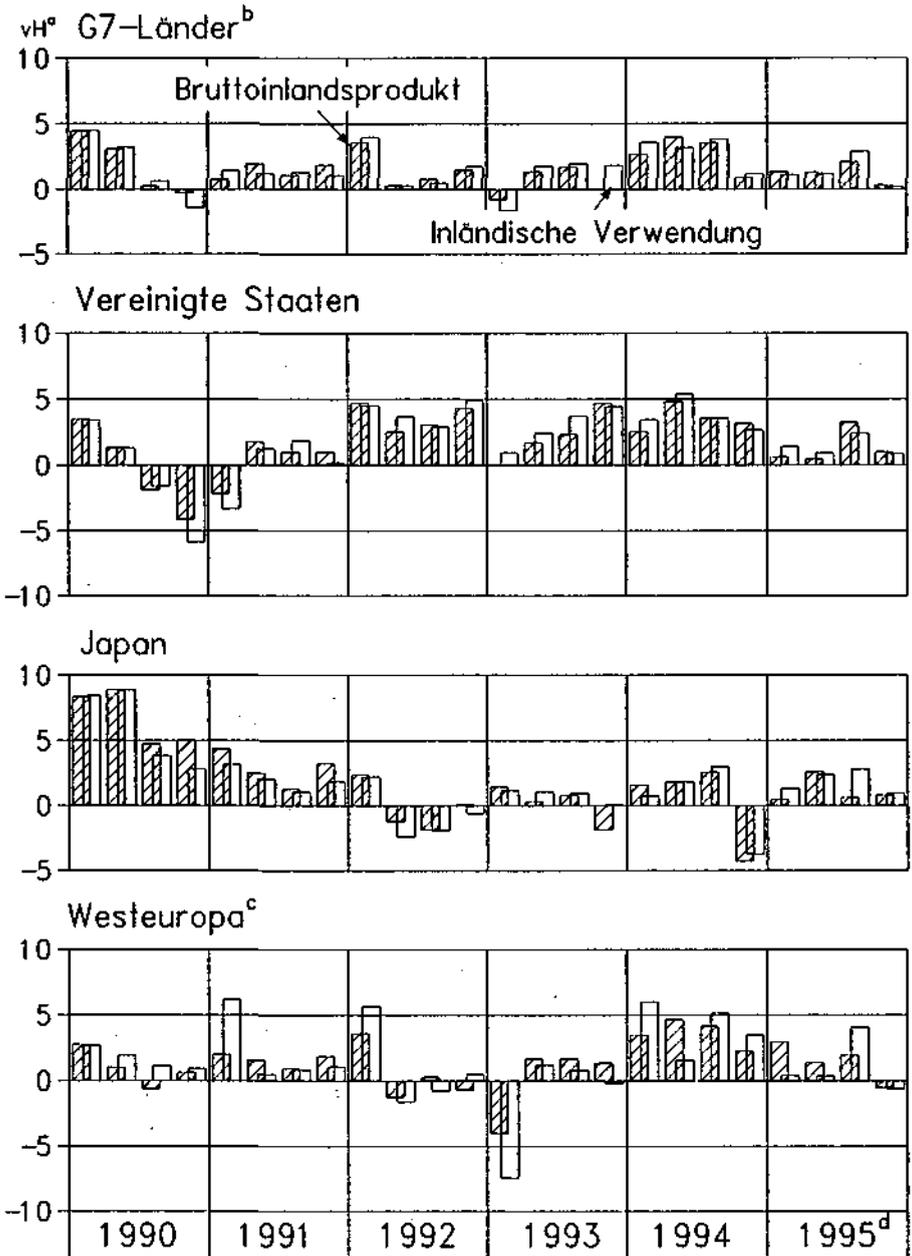
Die gesamtwirtschaftliche Produktion in den Industrieländern blieb im vergangenen Jahr aufwärtsgerichtet, doch hat sich das Tempo der Expansion im Jahresverlauf abgeflacht (Schaubild 1). Zu der Verlangsamung trug bei, daß die Impulse seitens der Geldpolitik schon im Verlauf von 1994 nachgelassen hatten; die Notenbanken in Westeuropa schwenkten auf einen im großen und ganzen neutralen Kurs ein, während in den Vereinigten Staaten eine restriktive Politik betrieben wurde. Dämpfend wirkte auch der Anstieg der Kapitalmarktzinsen im Jahr 1994. In der Folge geriet die Konjunktur ins Stocken.

Im zweiten Halbjahr 1995 ist die Kapazitätsauslastung in einer Reihe von Ländern gesunken, und die Arbeitslosigkeit erhöhte sich vereinzelt wieder. Der Preisauftrieb in den Industrieländern blieb gering.

Das konjunkturelle Klima hat sich in den letzten Monaten vielfach weiter eingetrübt. Dennoch befinden sich die Industrieländer nicht am Rande einer Rezession. Dagegen sprechen sowohl die aktuelle Lage als auch die Rahmenbedingungen:

- Die Verlangsamung des Expansionstempos folgte einer kräftigen Zunahme der wirtschaftlichen Aktivität. Die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung hatte Mitte 1995 in fast allen Ländern ein Niveau erreicht, das dem langjährigen Durchschnitt entspricht. Der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts, der sich im Verlauf des vergangenen Jahres ergab, ist ähnlich hoch wie die Wachstumsrate des Produktionspotentials. Diese ist derzeit für Westeuropa mit knapp 2 vH zu veranschlagen, für die Vereinigten Staaten liegt sie bei etwa 2,5 vH, für Japan vermutlich bei etwa 1 vH (Lapp et al. 1995 b: 381 ff.).
- Die Abschwächung der Konjunktur ist vornehmlich Ergebnis eines verringerten Lageraufbaus. Dies war auch in früheren Zyklen zu beobachten. Die Ausrüstungsinvestitionen verloren zuletzt zwar etwas an Dynamik; alles in allem sind sie seit 1993 in den meisten Ländern aber deutlich gestiegen, jedenfalls nicht schwächer als im Aufschwung zu Beginn der achtziger Jahre. Hierzu hat wesentlich die höhere Rentabilität der Investitionen beigetragen.
 - Zwar deuten wichtige Indikatoren wie das Geschäftsklima und die Produktionspläne auf eine merklich ungünstigere Lage hin als noch vor einem Jahr. Damals war sie aber als überaus positiv eingeschätzt worden. Zur Jahreswende 1995/96 wurde der langjährige Durchschnitt für diese Kennziffern zumeist nicht nennenswert unterschritten.
- Vor allem aber vollzog sich die konjunkturelle Entwicklung bis zuletzt ohne ausgeprägte Spannungen. Zu dem für eine Rezession typischen Auslöser, nämlich dem Zusammentreffen kräftiger Preis- und Lohnkostensteigerungen

Schaubild 1 – Konjunkturelle Entwicklung in den großen Industrieländern



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

mit einer restriktiven Geldpolitik, ist es nicht gekommen. Für Westeuropa gilt zwar, daß viele Regierungen im vergangenen Jahr erneut Steuern und Sozialabgaben erhöht und die Tarifparteien weniger Lohnzurückhaltung geübt haben als 1994. Eine Kompression der Unternehmensgewinne ist aber nicht zu beobachten. Die meisten Notenbanken haben die kurzfristigen Zinsen im vergangenen Jahr weiter – wenn auch zeitweise zögernd – gesenkt; auch die Realzinsen waren rückläufig. Dagegen war jeder Rezession in der Vergangenheit eine kräftige Erhöhung der kurzfristigen Zinsen vorausgegangen, und die Kapitalmarktzinsen waren zuvor kräftig gestiegen.

Für die nächste Zeit ist eine Besserung des Konjunkturklimas wahrscheinlich. Dafür spricht, daß die Kapitalmarktzinsen im vergangenen Jahr spürbar – nämlich im Durchschnitt der Länder um annähernd zwei Prozentpunkte – gesunken sind. Allerdings zogen die Renditen in den letzten Wochen wieder an. Ferner haben viele Notenbanken bei dem Rückgang der langfristigen Zinsen, aber auch wegen der Konjunkturflaute, die Leitzinsen um die Jahreswende 1995/96 nochmals deutlich zurückgenommen. Die Ausweitung der Geldmenge, die sich in vielen Ländern schon im Verlauf des vergangenen Jahres belebte, dürfte hierdurch einen zusätzlichen Anstoß erhalten. Somit zeichnet sich ab, daß die Geldpolitik wieder auf einen expansiven Kurs einschwenkt. In dieser Hinsicht ist das Verhalten der Notenbanken ähnlich wie in den Jahren 1986/87. Auch damals galt der Konjunkturverlauf als enttäuschend, woraufhin eine geldpolitische Lockerung vorgenommen wurde, die nach dem Kurssturz auf den Aktienmärkten im Oktober 1987 nochmals verstärkt wurde.

Finanzpolitik: Spürbare Verringerung der Haushaltsdefizite

In der Fiskalpolitik wird häufig eine der Ursachen für die zuletzt beobachtete Konjunkturabschwächung gesehen. Es soll deshalb anhand der Defizite in den öffentlichen Haushalten untersucht werden, welchen Kurs die Fiskalpolitik in den G7-Ländern in letzter Zeit verfolgt hat. Dabei wird nicht auf das tatsächliche Defizit abgestellt, denn dieses kann durch Veränderungen der Konjunktur beeinflußt sein: Eine konjunkturelle Belebung führt – relativ zur Normalsituation – zu einem Anstieg der Staatseinnahmen, während die staatlichen Ausgaben (z. B. für die Arbeitslosenunterstützung) zurückgehen; analog sinken die Einnahmen im Abschwung und die Ausgaben steigen. Um erkennen zu können, ob die Finanzpolitik die Konjunktur anregt oder dämpft, ist daher das tatsächliche Staatsdefizit um konjunkturelle Einflüsse zu bereinigen. Das sich hieraus ergebende Defizit wird als „strukturelles Defizit“ bezeichnet und wurde für die G7-Länder für den Zeitraum 1980 bis 1996 berechnet.¹

¹ Um konjunkturelle Einflüsse auszuschalten, wird die Einnahmen- und Ausgabenhöhe berechnet, die bei gesamtwirtschaftlicher Normalauslastung erreicht worden wäre. Es wird unterstellt, daß sich die staatlichen Einnahmen (Steuern der Unternehmen, persönliche Steuern, indirekte Steuern und Sozialabgaben) entsprechend ihrer spezifischen Aufkommenselastizität verändert hätten. Analog wird bei den Staatsausgaben verfahren, bei denen allerdings nur die als konjunkturrempfindlich geltenden Ausgaben, also laufende Ausgaben sowie Vermögensübertragungen, auf ihr Niveau bei

Seit der Rezession zu Beginn der neunziger Jahre waren die strukturellen Defizite überwiegend rückläufig (Schaubild 2). Besonders deutlich wurde das strukturelle Defizit in Italien gesenkt (seit 1993 von gut 10 vH auf rund 6 vH). In Kanada wurde es im gleichen Zeitraum fast halbiert – von gut 6 vH auf gut 3 vH. Nicht ganz so ausgeprägt war die Verringerung der Defizite in den Vereinigten Staaten, in Frankreich und im Vereinigten Königreich. Anders sieht die Situation lediglich in Japan und in Deutschland aus. In Japan war die wirtschaftliche Stagnation während der vergangenen Jahre Anlaß für die Regierung, wiederholt Ausgabenprogramme zur Stützung der Konjunktur aufzulegen. Entsprechend ist das strukturelle Defizit kontinuierlich gestiegen, und es wird sich auch im diesem Jahr erhöhen. In Deutschland nahm es im vergangenen Jahr leicht zu und wird in diesem Jahr bei gut 2 vH in Relation zum Bruttoinlandsprodukt verharren.

War die Reduktion der strukturellen Defizite in diesem Konjunkturaufschwung aber stärker oder schwächer als im vorangegangenen? Es zeigt sich, daß in Japan die Haushaltsfehlbeträge im Vergleich zu den achtziger Jahren momentan erheblich stärker ausgedehnt werden, und in Deutschland entwickelt sich das strukturelle Defizit derzeit ungefähr wie Mitte der achtziger Jahre. In den anderen großen Industrieländern dagegen sind die strukturellen Defizite in diesem Aufschwung wesentlich stärker zurückgeführt worden als im vergangenen. Besonders deutlich ist dies in Italien: Hier wurde damals das Defizit um knapp zwei Prozentpunkte ausgeweitet; dieses Mal dagegen ging es um gut drei Prozentpunkte zurück. Es ist zu erkennen, daß sich die Verringerung der strukturellen Defizite in den großen Industrieländern, die bisher Konsolidierungsmaßnahmen durchgeführt haben, nicht beschleunigen wird. Vielmehr werden die strukturellen Haushaltsfehlbeträge in diesem Jahr mit etwa gleichbleibendem Tempo sinken. Insofern gehen von der Finanzpolitik zwar weiter dämpfende Einflüsse auf die Konjunktur aus, die restriktiven Maßnahmen werden aber nicht verstärkt.

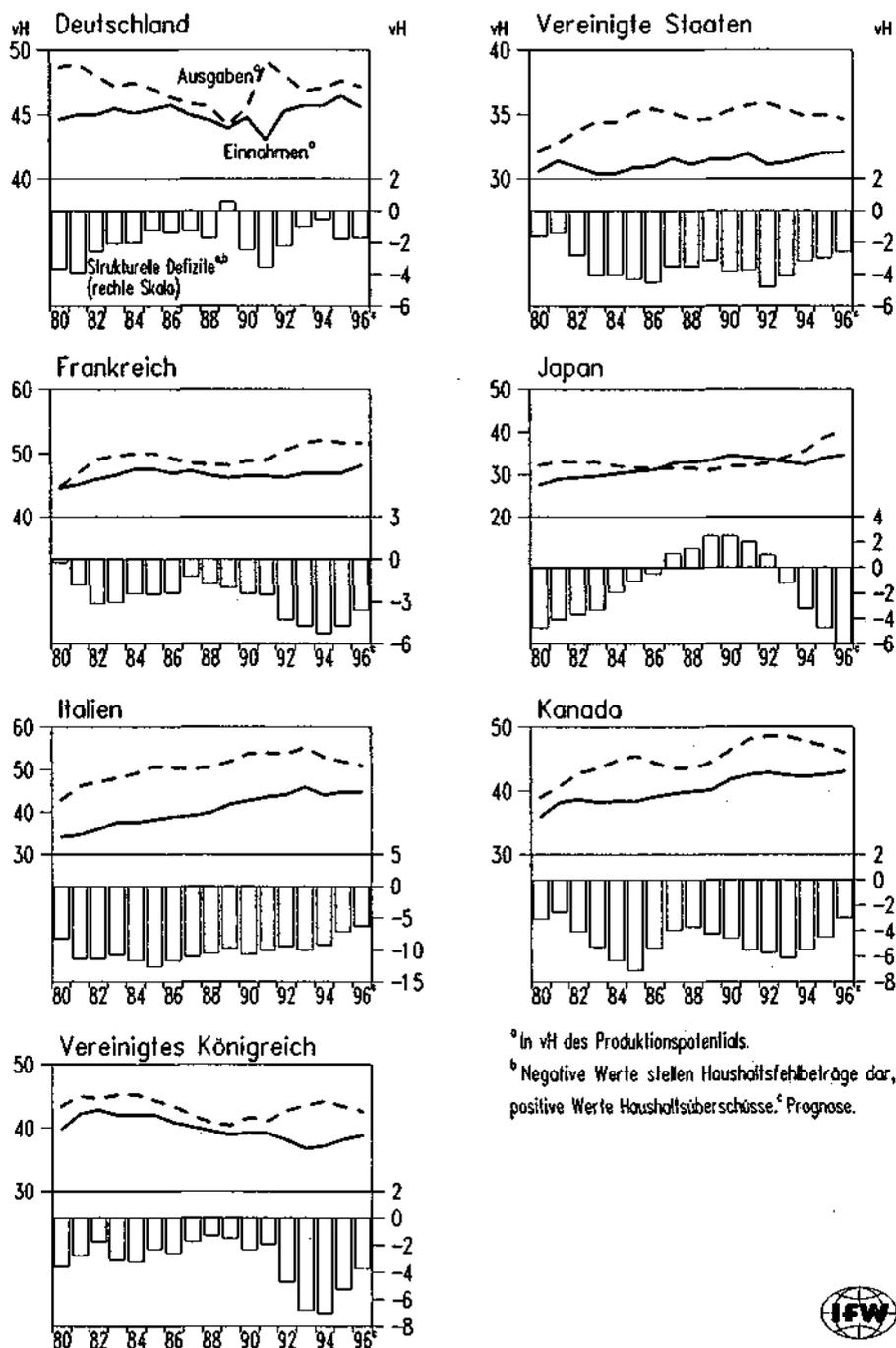
Für die Einschätzung der Wirkung der Finanzpolitik auf Konjunktur und Wachstum ist aber nicht allein die Entwicklung des Defizits ausschlaggebend. Wichtig ist auch, ob eine Reduktion des Fehlbetrags durch eine Erhöhung der Einnahmen oder durch eine Senkung der Ausgaben zustande kommt. So dürfte in fast allen Ländern eine Verringerung der Staatsquote – und damit des Einflusses

gesamtwirtschaftlicher Normalauslastung umgerechnet werden. Die staatlichen Investitionen dagegen werden mit ihrer tatsächlichen Höhe berücksichtigt, da sie als konjunkturunempfindlich angesehen werden:

$$H = E + \sum_{i=1}^4 E_i \frac{Y^* - Y}{Y} a_i - \left(A + A \frac{Y^* - Y}{Y} b + I \right)$$

wobei H den strukturellen Haushaltsaldo, E die staatlichen Einnahmen, A die laufenden Staatsausgaben, Y^* das Produktionspotential und Y die tatsächliche Produktion darstellen. Bei a_i handelt es sich um die Elastizität der jeweiligen Einnahmenkategorie E_i in bezug auf die gesamtwirtschaftliche Produktion, bei b um die entsprechende Ausgabenelastizität. I sind die staatlichen Investitionen. Die Berechnungen basieren auf Daten der OECD und deren Schätzungen für die Elastizitäten (Giorno et al. 1995) sowie auf eigenen Schätzungen hinsichtlich des Produktionspotentials (vgl. Lapp et al. 1995 a).

Schaubild 2 – Konjunkturbereinigte Staatseinnahmen und -ausgaben sowie strukturelle Defizite in den großen Industrieländern



ses des Staates – erforderlich sein, um die Marktkräfte zu stärken und mittelfristig die wirtschaftliche Expansion anzuregen; selbst auf die kurze Frist können sich beträchtliche Unterschiede ergeben. Hier differieren die durchgeführten diskretionären Maßnahmen in den Ländern, in denen das strukturelle Defizit sank, teilweise erheblich (Schaubild 2). So wurde in Italien das Defizit verringert, indem gleichzeitig die Einnahmen- und die Ausgabenquote reduziert wurden, wobei der Schwerpunkt auf der Rückführung der Staatsausgaben lag. In Frankreich dagegen wurde das strukturelle Defizit hauptsächlich durch einnahmensteigernde Maßnahmen verkleinert. Die anderen Länder wählten Ansätze, die gleichzeitig zu einem Rückgang der Ausgabenquote und zu einer Anhebung der Einnahmenquote führten.

Insgesamt läßt sich festhalten, daß die Fiskalpolitik in den meisten Industrieländern derzeit restriktiv wirkt. Sie hat in letzter Zeit die wirtschaftliche Aktivität vermutlich stärker gedämpft als im entsprechenden Zeitraum des vorangegangenen Zyklus. Allerdings werden die Konsolidierungsbemühungen in diesem Jahr und voraussichtlich auch im kommenden Jahr nicht weiter intensiviert, so daß die Fiskalpolitik die Konjunktur nicht zusätzlich belasten wird. Kommt die Rückführung der Defizite dadurch zustande, daß die Ausgaben stärker sinken als die Einnahmen, so stimuliert dies mittelfristig das Wachstum, da der staatliche Einfluß abnimmt und die marktwirtschaftlichen Allokationsmechanismen gestärkt werden.

Geldpolitik regt Konjunktur an

In den Industrieländern haben sich wichtige Rahmenbedingungen im vergangenen Jahr unterschiedlich entwickelt; dementsprechend haben die Notenbanken voneinander abweichende Maßnahmen ergriffen. Insbesondere spielten die konjunkturelle Lage, die Perspektiven für die Preisentwicklung und die Bewegungen der Wechselkurse eine Rolle.² So wurden in den westeuropäischen Ländern, deren Währungen an Wert verloren hatten, die kurzfristigen Zinsen vorübergehend angehoben, um die Überwälzung der höheren Importpreise auf die Preise im Inland zu erschweren und einen weiteren Kursverfall der Währung zu verhindern. In Aufwertungsländern wurden die Geldmarktzinsen gesenkt, da wegen des Stabilitätsimports ein Rückgang der Inflationsraten abzusehen war. Die amerikanische Notenbank blieb, da die Konjunkturberuhigung erst im Verlauf des Jahres sichtbar wurde, bei ihrem straffen Kurs, während die japanische Notenbank bemüht war, die Wirtschaft durch wiederholte Zinssenkungen aus der Stagnation zu führen. Alles in allem orientieren sich die Notenbanken offenbar stark an der jeweiligen konjunkturellen Situation, verlieren dabei aber das Ziel der Preisniveaustabilität nicht aus dem Auge.

Vielfach werden besonders die westeuropäischen Notenbanken kritisiert, sie seien zu sehr auf die Inflationsbekämpfung fixiert. So blieben die Zinsen zu hoch, und die Geldpolitik wirke deshalb unnötig restriktiv. Die immer wieder

² Diese Variablen spielen in den Reaktionsfunktionen der Notenbanken offenbar eine zentrale Rolle (vgl. dazu Solveen 1995).

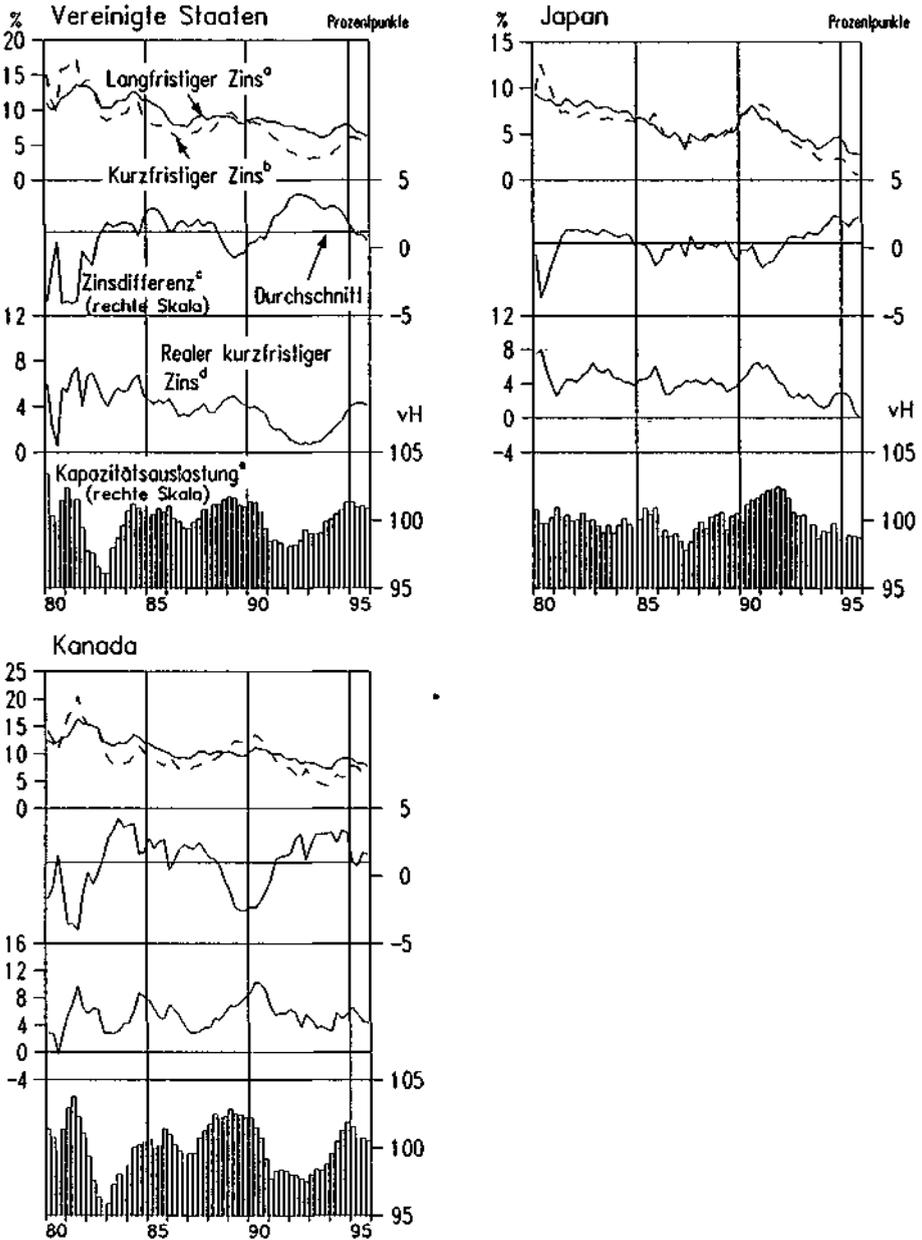
erhobene Forderung nach drastischen Zinssenkungen basiert auf der Erwartung, daß andernfalls eine Rezession oder zumindest eine langanhaltende Schwäche der Konjunktur drohe, mit dauerhaft negativen Auswirkungen auf Wachstum und Beschäftigung. Die geldpolitischen Indikatoren lassen jedoch nicht den Schluß zu, daß die Notenbanken in Westeuropa auf einem Restriktionskurs sind.

Ein Indiz hierfür ist, daß die nominalen Geldmarktzinsen, die von der Geldpolitik weitgehend kontrolliert werden, in einer Reihe von Ländern ein im Vergleich zur Vergangenheit sehr niedriges Niveau erreicht haben (Schaubild 3). Auch real gerechnet sind die kurzfristigen Zinsen zumeist gesunken. Zu einem Anstieg der kurzfristigen Realzinsen ist es lediglich in denjenigen Ländern gekommen, in denen die Konjunktur bereits früh in den neunziger Jahren angesprungen war und befürchtet wurde, daß die Inflationsrate anzieht (Vereinigte Staaten, Kanada und Vereinigtes Königreich). Aber nur in den Vereinigten Staaten bewegt sich der Realzins auf einem Niveau, wie es Ende der achtziger Jahre herrschte (also vor der darauffolgenden Rezession, die sehr mild ausfiel); in Kanada und im Vereinigten Königreich liegen die Zinsen deutlich unter dem Wert, der damals erreicht worden war. In den Ländern, die im Zyklus nachhinken, ist die Entwicklung der Realzinsen anders verlaufen. In Italien blieben die Geldmarktzinsen, real gerechnet, während der letzten zweieinhalb Jahre in etwa konstant; zuvor war ein kräftiger Rückgang zu verzeichnen gewesen, nachdem die Geldpolitik sehr expansiv geworden war und so den Konjunkturaufschwung ausgelöst hatte. Einer weiteren Lockerung durch die Notenbank im vergangenen Jahr stand die erneute Abwertung der Lira entgegen, in deren Folge sich der Preisauftrieb verstärkte; angesichts der kräftigen Expansion der wirtschaftlichen Aktivität sah die italienische Notenbank zudem wenig Anlaß, die Zinsen nochmals deutlich zu senken. Dagegen hat sich der Rückgang der kurzfristigen Zinsen in Deutschland und in Frankreich fortgesetzt; das gleiche gilt für die übrigen Länder, die zum sogenannten DM-Block gehören. Allerdings wurde der Prozeß in Frankreich im Frühjahr 1995 vorübergehend unterbrochen, als die Banque de France die kurzfristigen Zinsen anhob, um den Wechselkurs des Franc zu stabilisieren. Alles in allem setzte sich die Tendenz fort, daß die Geldmarktsätze rascher zurückgingen als die Inflationsraten. Die Realzinsen sind sowohl in Frankreich als auch in Deutschland derzeit nicht ungewöhnlich hoch, ähnliches gilt für die meisten übrigen Länder Westeuropas.³

Zu einem ähnlichen Urteil hinsichtlich der Wirkungen der derzeitigen Geldpolitik führt ein anderer Indikator, nämlich die Differenz zwischen langfristigen und kurzfristigen Zinsen (Schaubild 3). Zu einer ausgeprägten Rezession ist es in der Vergangenheit nur dann gekommen, wenn die Zinsdifferenz zuvor nega-

³ Ganz anders als in den übrigen Industrieländern ist die Lage in Japan, wo die kurzfristigen Realzinsen den niedrigsten Stand seit 1980 erreicht haben. Hier scheinen sich die Wachstumsbedingungen in den vergangenen Jahren so stark verschlechtert zu haben, daß nur bei einem extrem niedrigen Realzins die wirtschaftliche Aktivität nicht zusätzlich gedämpft wird. Eine auch nur annähernd so ausgeprägte Verringerung des Potentialwachstums ist für keines der übrigen Industrieländer zu beobachten. Vgl. hierzu auch Lapp et al. (1995a).

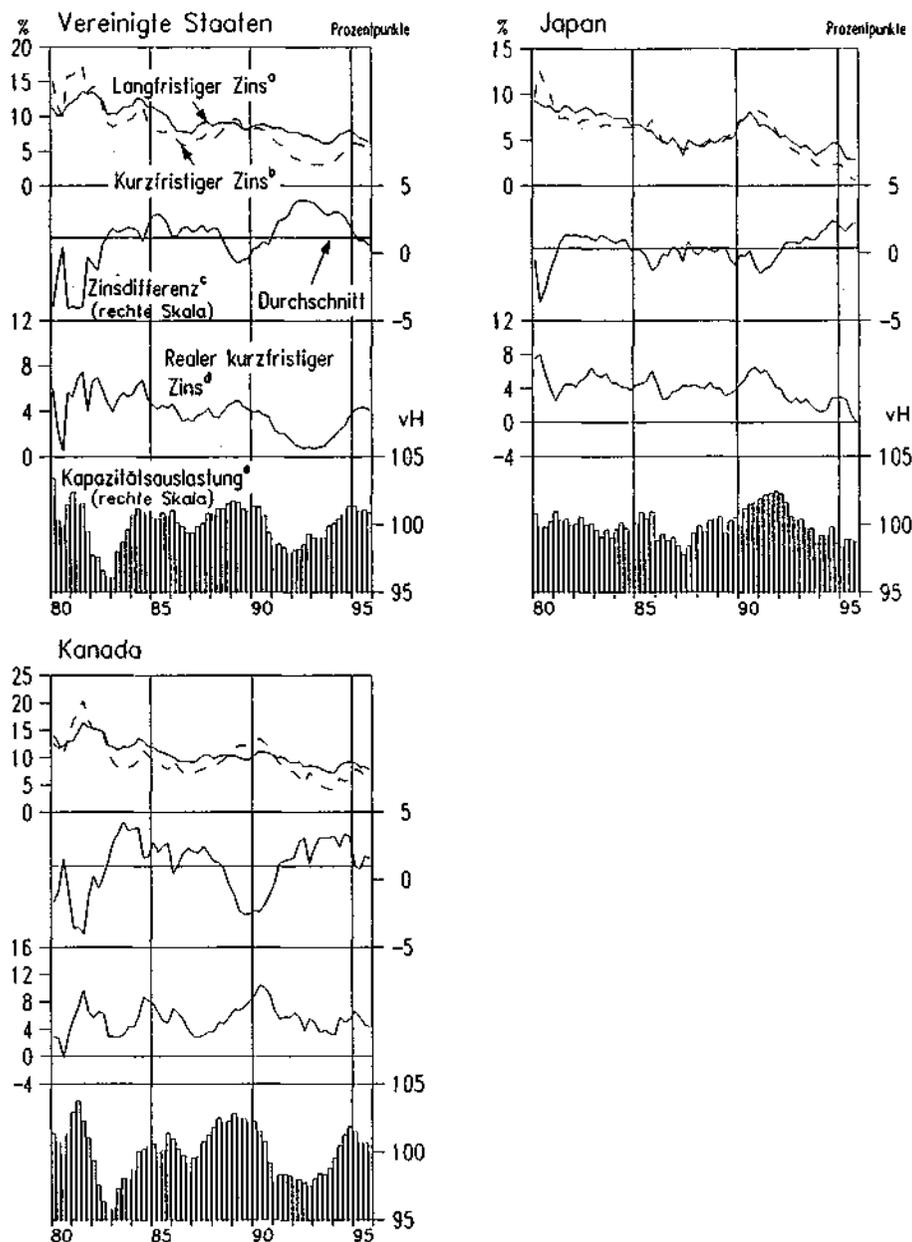
Schaubild 3 – Zinsentwicklung in den großen Industrieländern



^a Rendite für langfristige Staatsanleihen. – ^b Zinssatz für Dreimonatsgeld. – ^c Langfristiger abzüglich des kurzfristigen Zinssatzes. – ^d Zinssatz für Dreimonatsgeld abzüglich der Veränderungsrate des Deflators des Bruttoinlandsprodukts (Vorjahresvergleich). – ^e Auslastung des Produktionspotential. Produktionspotential berechnet mit Hilfe eines Hodrick-Prescott-Filterns.



noch Schaubild 3 – Zinsentwicklung in den großen Industrieländern



^a Rendite für langfristige Staatsanleihen. – ^b Zinssatz für Dreimonatsgeld. – ^c Langfristiger abzüglich des kurzfristigen Zinssatzes. – ^d Zinssatz für Dreimonatsgeld abzüglich der Veränderungsrate des Deflators des Bruttoinlandsprodukts (Vorjahresvergleich). – ^e Auslastung des Produktionspotential. Produktionspotential berechnet mit Hilfe eines Hodrick-Prescott-Filter.



tiv geworden war bzw. das normale Niveau deutlich unterschritten hatte. Daneben hat es Phasen gegeben, in denen sich die Zinsdifferenz weniger stark verringerte und die Konjunktur sich danach nur vergleichsweise leicht abschwächte. Für die angelsächsischen Länder gilt, daß die an diesem Indikator gemessenen geldpolitischen Impulse in letzter Zeit nachgelassen haben: Die Zinsdifferenz, die zuvor sehr groß geworden war und somit auf starke Anregungen seitens der Geldpolitik hingewiesen hatte, ist seit geraumer Zeit rückläufig; dies geht darauf zurück, daß die kurzfristigen Zinsen erhöht wurden, gleichzeitig aber die langfristigen Zinsen gesunken sind. Die Zinsdifferenz hat jedoch allein in den Vereinigten Staaten den Wert des langjährigen Durchschnitts unterschritten; dies ist ein Indiz für einen – allerdings nur leicht – restriktiven Kurs der amerikanischen Notenbank. In Kanada und im Vereinigten Königreich ist der Abstand zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen eher größer als in der Vergangenheit. Ein deutlicher Rückgang ist ebenfalls für die Zinsdifferenz in Italien zu verzeichnen; dies geht vor allem darauf zurück, daß die italienische Notenbank als einzige in Westeuropa die kurzfristigen Zinsen seit Mitte 1994 angehoben hat. In Frankreich schwankte die Zinsdifferenz in den letzten Jahren sehr stark. Sie blieb aber weitgehend positiv und war zuletzt größer als im Durchschnitt der vergangenen 15 Jahre. In Deutschland liegt die Zinsdifferenz seit rund zwei Jahren sogar deutlich über dem langjährigen Durchschnitt – ein Indiz für anhaltende Impulse durch die Geldpolitik. Für die Industrieländer insgesamt (insbesondere aber auch für Westeuropa) zeigt die Zinsdifferenz also nicht an, daß die Geldpolitik restriktiv ausgerichtet ist. Allein in den Vereinigten Staaten ist sie derzeit so gering, daß man auf konjunkturdämpfende Wirkungen seitens der Geldpolitik schließen kann.

Während die Realzinsen und die Zinsdifferenz vielfach sogar auf eine eher expansive Ausrichtung der Geldpolitik hindeuten, ist eine gewisse Einschränkung dieses Urteils angebracht. Die Geldmengenaggregate sind in einigen Ländern zwischen Mitte 1994 und Mitte 1995 schwächer gestiegen, als es einer potentialgerechten Ausdehnung entsprochen hätte. Dies galt außer für die Vereinigten Staaten und für Japan auch für westeuropäische Länder. Die Verlangsamung der Geldmengenexpansion, die sich seit 1994 vielfach ergab, folgte auf die zuvor starke Ausdehnung, die durch massive Zinssenkungen ausgelöst worden war. Die Abschwächung hat sich zuletzt aber nicht mehr fortgesetzt. Seit Mitte des vergangenen Jahres nehmen sowohl die Geldmenge M1 als auch die weitergefaßte Geldmenge (je nach Definition in den einzelnen Ländern ist dies M2, M3 oder M4) wieder rascher zu. Dies ist Indiz dafür, daß die Impulse der Geldpolitik sich nunmehr verstärken. Die Zinssenkungen in Westeuropa, die seit Ende des vergangenen Jahres unter dem Eindruck der schwachen Konjunktur forciert wurden, dürften zu einer nochmaligen Beschleunigung der Geldmengenexpansion führen.

Deutliche Expansion der Ausrüstungsinvestitionen in Westeuropa

Die derzeit zu beobachtende Abschwächung des Anstiegs der Produktion in Westeuropa ist teilweise Ausdruck des normalen Verlaufsmusters eines Konjunk-

turzyklus. Ein Aufschwung wird zu Beginn in beträchtlichem Maße von den Lagerinvestitionen getragen. Die Unternehmen füllen, wenn sie ein Anziehen der Nachfrage erwarten, die zuvor verringerten Vorräte auf. Hat das Verhältnis von Lagerhaltung und Produktionsumfang den gewünschten Stand erreicht, werden die Lagerinvestitionen merklich eingeschränkt. Erfahrungsgemäß verstärkt die Ausweitung der Lager die Investitionstätigkeit, denn die Auslastung der Kapazitäten nimmt zu. Es ergibt sich ein kumulativer Prozeß, der die Ausrüstungsinvestitionen zur tragenden Kraft für den Aufschwung werden läßt. Die deutliche Abschwächung der Konjunktur in Westeuropa seit Mitte des vergangenen Jahres wird nun häufig darauf zurückgeführt, daß der nachlassende Nachfrageschub von den Lagerdispositionen in diesem Zyklus nicht durch ein Anspringen der Ausrüstungsinvestitionen abgelöst worden ist.

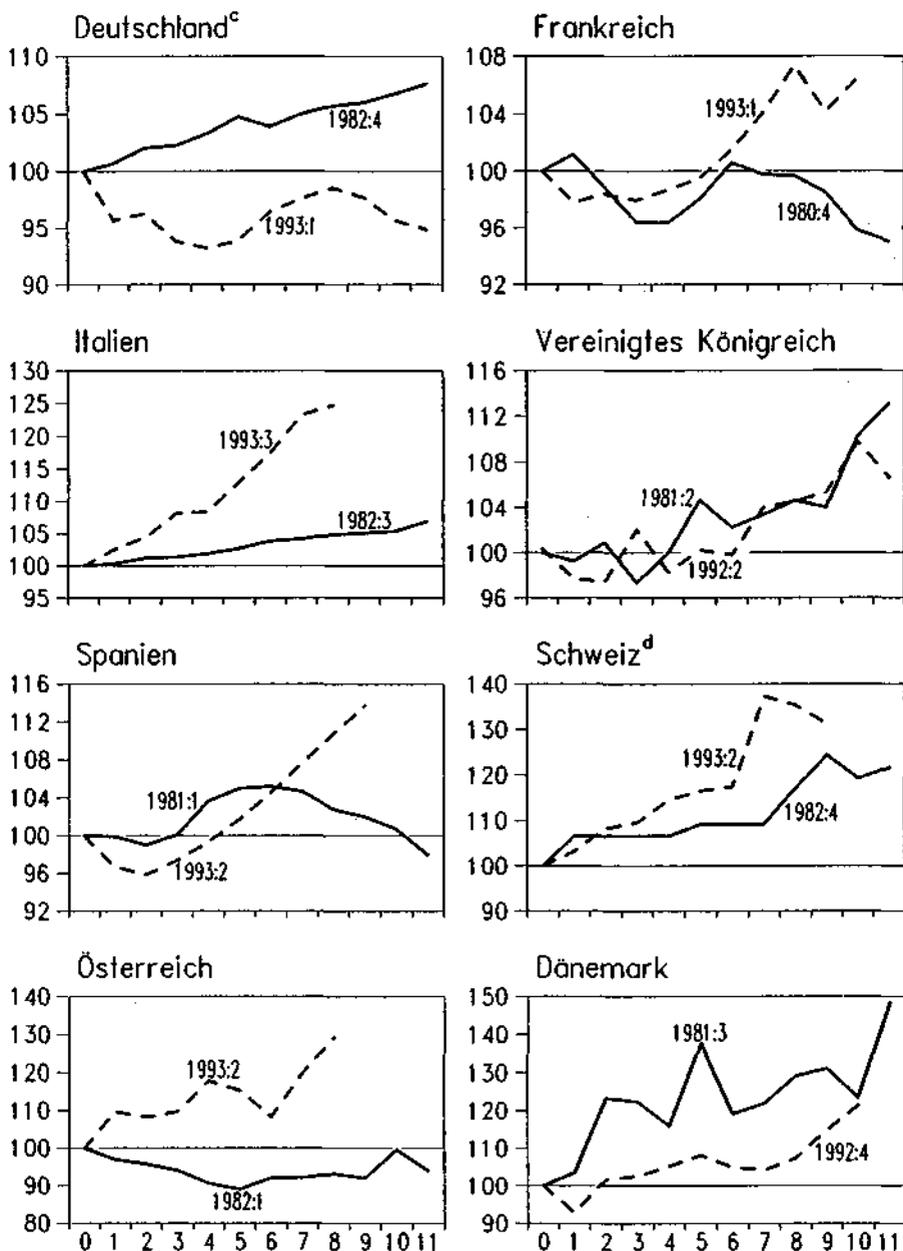
Im folgenden wird die Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen in acht westeuropäischen Ländern⁴ in diesem Zyklus mit derjenigen im Zyklus seit Anfang der achtziger Jahre verglichen. Als Referenzzeitpunkt wurde jeweils das Quartal gewählt, in dem das Bruttoinlandsprodukt in dem entsprechenden Zyklus seinen Tiefpunkt erreicht hatte; der Stand der Ausrüstungsinvestitionen in diesem Quartal wurde jeweils gleich 100 gesetzt. Schaubild 4 zeigt den Verlauf für die Länder in den ersten zwölf Quartalen beider Zyklen.⁵ In fast allen Ländern sind die Ausrüstungsinvestitionen seit dem Tiefpunkt der vergangenen Rezession entweder deutlich stärker oder zumindest in gleichem Maße ausgeweitet worden wie in dem Vergleichszeitraum. Die wichtigste Ausnahme ist Deutschland. Die kräftige Expansion in den anderen Ländern spricht aber gegen die vielfach erhobene Behauptung, der Grund für die Investitionsschwäche in Deutschland sei eine zu enge Geldpolitik. Denn wäre die deutsche Geldpolitik restriktiv gewesen, dann müßte in denjenigen Ländern, deren Notenbanken in ihrer Politik dem Kurs der Deutschen Bundesbank folgen, eine ähnliche Entwicklung bei den Ausrüstungsinvestitionen zu beobachten sein. Dies ist aber nicht der Fall. In Frankreich, in Österreich und in Dänemark ist ein recht starker Anstieg zu verzeichnen. Nur in Dänemark ist er etwas schwächer als in dem Vergleichszyklus. In den Niederlanden fiel die Zunahme der Ausrüstungsinvestitionen in diesem Zyklus mit etwa 35 vH seit dem ersten Quartal 1993 sogar sehr kräftig aus.⁶ In den betrachteten Ländern sind die Investitionen im Durchschnitt um rund 20 vH höher als im Tiefpunkt des Zyklus im Jahr 1993, in Deutschland sind sie aber niedriger. Hier scheinen spezielle Einflußfaktoren im Zusammenhang mit der deutschen Einheit vorzuliegen (Boss et al. 1995). Der

⁴ Es werden alle westeuropäischen Länder berücksichtigt, für die Quartalswerte für die Ausrüstungsinvestitionen verfügbar sind. Da für einige Länder nur die Anlageinvestitionen insgesamt in den zur Verfügung stehenden Statistiken ausgewiesen werden und bei diesen die Bauinvestitionen zumeist einen Anteil von etwa 50 vH ausmachen, erschien es nicht sinnvoll, diese Reihen mit den Ausrüstungsinvestitionen in den hier aufgeführten Ländern zu vergleichen.

⁵ Im aktuellen Zyklus ist dieser Zeitraum kürzer, wenn der Aufschwung erst relativ spät einsetzte.

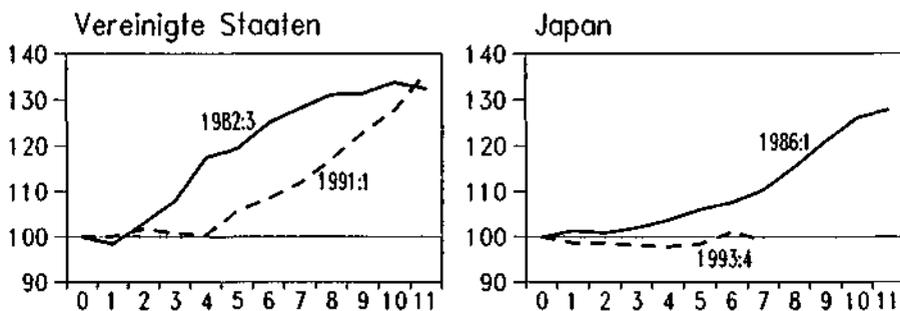
⁶ Die Niederlande sind in Schaubild 4 nicht berücksichtigt, da eine gesonderte Reihe für die Ausrüstungsinvestitionen erst ab 1987 zur Verfügung stand.

Schaubild 4 – Reale Ausrüstungsinvestitionen in westeuropäischen Industrieländern – Zyklenvergleich^{a, b}



^a Wert=100 in dem Quartal, in dem das reale Bruttoinlandsprodukt sein Minimum im jeweiligen Zyklus erreicht. – ^b Die Linien sind bezeichnet mit dem Quartal, das den Tiefpunkt des realen Bruttoinlandsprodukts im jeweiligen Zyklus darstellt. Sie beschreiben den Verlauf in den 11 Quartalen nach diesem Zeitpunkt. – ^c Für den Zyklus 1982:4 Werte für Westdeutschland. – ^d Für die Schweiz sind für 1982–1984 nur Jahreswerte verfügbar.

Schaubild 5 – Reale Ausrüstungsinvestitionen in den Vereinigten Staaten und in Japan – Zyklenvergleich^{a, b}



^a Wert=100 in dem Quartal, in dem das reale Bruttoinlandsprodukt sein Minimum im jeweiligen Zyklus erreicht. – ^b Die Linien sind bezeichnet mit dem Quartal, das den Tiefpunkt des realen Bruttoinlandsprodukts im jeweiligen Zyklus darstellt. Sie beschreiben den Verlauf in den 11 Quartalen nach diesem Zeitpunkt.

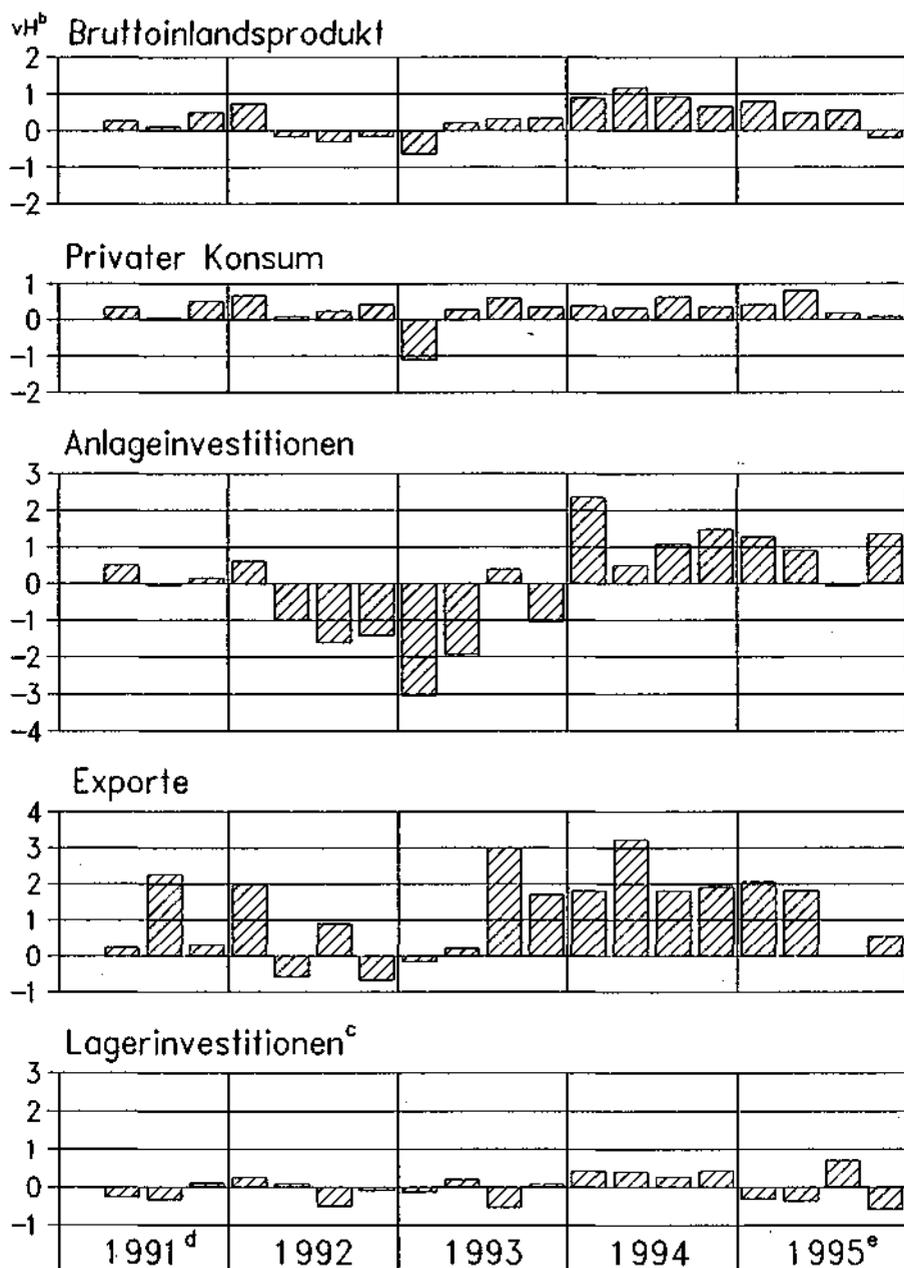


Vergleich macht deutlich, daß die Ursache für die Investitionsschwäche in Deutschland nicht bei einer vermeintlich zu engen Geldpolitik zu suchen ist.

In Schaubild 5 ist der entsprechende Zyklenvergleich für die Vereinigten Staaten und für Japan dargestellt. In beiden Ländern sind die Ausrüstungsinvestitionen zumindest zu Beginn des jüngsten Zyklus in geringerem Maße als in der jeweiligen Referenzzeit ausgeweitet worden. Für die Vereinigten Staaten ist dies damit zu erklären, daß dort Anfang der achtziger Jahre im Rahmen der ausgeprägten Angebotspolitik der Reagan-Administration die Steuern drastisch gesenkt wurden und dadurch die Renditeerwartungen der Unternehmen sprunghaft stiegen. In der Folge kam es frühzeitig zu einer lebhaften Expansion der Investitionen. Inzwischen ist die Zunahme in dem aktuellen Zyklus aber größer als damals. In Japan schlagen sich offensichtlich die Strukturprobleme der Wirtschaft in der niedrigen Investitionsneigung nieder. Bis zuletzt verharren die Investitionen auf dem Niveau, das im Tiefpunkt der Rezession am Ende 1993 erreicht worden war.

Westeuropa: Verbesserung der Konjunktur im Verlauf des Jahres 1996

In Westeuropa betrug der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts im vergangenen Jahr rund 2,5 vH; dabei hat er sich im Verlauf des Jahres deutlich abgeschwächt (Schaubild 6). Nachdem die wirtschaftliche Aktivität im ersten Quartal noch mit einer laufenden Jahresrate von reichlich 3 vH ausgedehnt worden war, hat sie im vierten Quartal sogar leicht abgenommen. Die Industrieproduktion ist gegen Jahresende im Durchschnitt der Länder gesunken. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt hat sich im Verlauf der letzten Monate nicht mehr verbessert;

Schaubild 6 – Ausgewählte Aggregate des realen Bruttoinlandsprodukts in Westeuropa^a

^a Europäische Union. – ^b Veränderung gegenüber dem Vorquartal. – ^c Veränderung der Lagerinvestitionen in vH des Bruttoinlandsprodukts des Vorquartals. –

^d 1. Quartal aufgrund eines Bruchs in der Statistik infolge der deutschen Einheit nicht aufgeführt. – ^e Teilweise geschätzt.



in einer Reihe von Staaten hat sich die Zahl der Arbeitslosen seit dem Herbst merklich erhöht. Der Preisauftrieb blieb zumeist mäßig; die Inflationsrate betrug im Vorjahresvergleich zuletzt knapp 3 vH.

Für die konjunkturelle Abschwächung waren mehrere Gründe ausschlaggebend. So hatten seit 1994 die Impulse seitens der Geldpolitik zwischenzeitlich nachgelassen. In vielen Ländern wurden 1995 die Abgaben nochmals merklich angehoben, um die Budgetdefizite zu verringern und diese in die Nähe des im Vertrag von Maastricht gesetzten Referenzwertes – der Fehlbetrag im Haushalt soll in Relation zum Bruttoinlandsprodukt nicht mehr als 3 vH betragen – zu bringen. Hierdurch wurde die Ausweitung des privaten Konsums, der bereits über den gesamten Zyklus nur geringfügig expandiert hatte, gedämpft. Ferner konnten die westeuropäischen Exporteure ihren Absatz in Nordamerika aufgrund der dortigen Konjunkturabflachung weniger stark als zuvor ausweiten. Schließlich bauten die Unternehmen – wie in dieser Phase des Konjunkturzyklus üblich – ihre Lager nicht mehr in dem zu Beginn des Aufschwungs im Jahr 1994 beobachteten Maße auf.

Dämpfend auf die wirtschaftliche Aktivität in nächster Zeit dürfte wirken, daß die Budgetdefizite in vielen Ländern weiter verringert werden müssen, sollen die Kriterien zum Eintritt in die Europäische Währungsunion erfüllt werden. Es ist zu erwarten, daß dies vielfach durch die Erhöhung von Abgaben erfolgen wird; deshalb werden die real verfügbaren Einkommen im Prognosezeitraum – wenn überhaupt – nur langsam steigen. Eine spürbare Verringerung der Sparquote der privaten Haushalte ist angesichts der angespannten Lage auf dem Arbeitsmarkt und der Umfragen zufolge pessimistischer Erwartungen über die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung nicht wahrscheinlich. Insgesamt ist für die nächste Zeit nur mit einer geringen Zunahme des privaten Konsums zu rechnen.

Trotz dieser negativen Faktoren wird sich der Produktionsanstieg in Westeuropa, nachdem er zunächst sehr verhalten bleiben wird, in der zweiten Hälfte dieses Jahres merklich beschleunigen. Hierfür werden drei Gründe maßgeblich sein. Erstens deuten die seit Herbst erfolgten Zinssenkungen und die zuletzt beobachtete schnellere Zunahme der Geldmenge darauf hin, daß sich die Impulse von der Geldpolitik verstärken. Weitere Zinsschritte sind in den nächsten Monaten wahrscheinlich. Unter Berücksichtigung der üblichen Wirkungslags der Geldpolitik von zwei bis vier Quartalen werden nach der Jahresmitte in den meisten westeuropäischen Ländern deutlich anregende Wirkungen auf die wirtschaftliche Aktivität ausgehen. Zweitens scheint die Rentabilität der Investitionen in den Ländern der Europäischen Union insgesamt derzeit höher als in den vergleichbaren Phasen der beiden vorangegangenen Konjunkturzyklen zu sein (Europäische Kommission: 6). Zusammen mit dem niedrigen Niveau der langfristigen Zinsen dürfte dies die Investitionen der Unternehmen merklich stimulieren. Drittens wird der dämpfende Effekt des Lagerzyklus nachlassen; die Lagerinvestitionen dürften in einigen Monaten zumeist wieder auf den gewünschten Umfang zurückgeführt worden sein, so daß von dieser Seite kein retardierender Einfluß auf die Produktion mehr zu erwarten ist.

Mit der sich beschleunigenden Konjunktur werden die Notenbanken ihre Politik der Zinssenkungen vermutlich nicht mehr fortsetzen; vielmehr werden sie dazu übergehen, die geldpolitischen Zügel wieder anzuziehen, um so eine zu schnelle Expansion der Geldmenge zu verhindern. Im kommenden Jahr dürften die Zinsen merklich angehoben werden. Im Prognosezeitraum werden aber kaum dämpfende Wirkungen auf die Konjunktur ausgehen. Insgesamt wird sich das Bruttoinlandsprodukt in Westeuropa 1996 um rund 1,5 vH und 1997 um reichlich 2,5 vH erhöhen. Die Inflationsraten werden weiterhin niedrig bleiben; im Verlauf des nächsten Jahres wird sich der Preisauftrieb aber etwas beschleunigen. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt wird sich zunächst wohl in den meisten Ländern noch etwas verschlechtern. Erst im kommenden Jahr wird sich die Zahl der Arbeitslosen nennenswert verringern.

In Frankreich kam die konjunkturelle Aufwärtsbewegung im zweiten Halbjahr des vergangenen Jahres zum Stillstand. Ausschlaggebend hierfür waren die Abgabenerhöhung im Sommer, die den Konsum der privaten Haushalte dämpfte, und eine nachlassende Nachfrage aus dem Ausland. Verstärkt wurde diese Entwicklung durch den Streik im Dezember, der einen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts im vierten Quartal zur Folge hatte. Einzig die Investitionstätigkeit – und hier besonders die Ausrüstungsinvestitionen – blieb lebhaft. Zwar sind die Gewinn- und Absatzerwartungen der Unternehmen im Verlauf des vergangenen Jahres merklich pessimistischer geworden. Die derzeit hohe Sachkapitalrendite und die niedrigen Zinsen wirken aber stützend. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt hat sich seit dem Herbst wieder verschlechtert. Die Zahl der Beschäftigten dürfte im vierten Quartal nicht mehr gestiegen sein, nachdem sie sich seit Anfang 1994 um knapp 2 vH erhöht hatte. Die Arbeitslosigkeit hat wieder leicht zugenommen; die Arbeitslosenquote betrug zu Beginn des Jahres 1996 reichlich 11,5 vH. Die Inflationsrate lag zuletzt mit 2 vH etwas über ihrem Stand zur Mitte 1995. Dies ist aber ausschließlich auf die Erhöhung der Mehrwertsteuer im August des vergangenen Jahres zurückzuführen. Ohne diese fiskalische Maßnahme hätte sich der Preisauftrieb wohl noch vermindert.

Die französische Fiskalpolitik ist derzeit hauptsächlich darauf ausgerichtet, den Staatshaushalt zu konsolidieren und so die Kriterien zum Eintritt in die Europäische Währungsunion zu erfüllen. Die Erhöhung der Mehrwertsteuer war eine der dabei ergriffenen Maßnahmen. Um das Budgetdefizit deutlich zu verringern, wird von der Regierung eine Reform der Sozialversicherung, die in den letzten Jahren ein hohes Defizit aufwies, als unumgänglich angesehen. Erste Schritte sind Ende letzten Jahres eingeleitet worden. Zwar wurden einige der geplanten Maßnahmen angesichts der massiven Streiks im Dezember zurückgenommen. Das Herzstück des Reformplans, nämlich die Einführung einer Steuer in Höhe von 0,5 vH des Einkommens zur Rückzahlung der Schulden der Sozialversicherung und Leistungskürzungen, wurde aber beibehalten. Die Regierung hofft, den Fehlbetrag im Haushalt – gemessen in Relation zum Bruttoinlandsprodukt – auf 4 vH für dieses Jahr und auf 3 vH für 1997 zurückführen zu können. Der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts und damit auch die Zunahme der Steuereinnahmen werden in diesem Jahr jedoch wohl geringer ausfallen als bei den Budgetplanungen angenommen. Weitere Maßnahmen zur

Haushaltskonsolidierung dürften somit ergriffen werden. Die Fiskalpolitik wird daher über den gesamten Prognosezeitraum restriktiv wirken.

Die französische Zentralbank hat die kurzfristigen Zinsen – nach der zwischenzeitlichen Anhebung im Oktober – in den letzten Monaten deutlich gesenkt. Sie folgte damit dem Vorgehen der Deutschen Bundesbank, nachdem ihr in den Monaten zuvor aufgrund wiederholten Drucks auf den Franc entsprechende Zinssenkungen wie in Deutschland ohne eine Gefährdung des Wechselkurses der französischen Währung gegenüber der D-Mark nicht möglich gewesen wären. Es ist zu erwarten, daß diese Zinsschritte nach unten noch fortgesetzt werden. Durch die derzeit auf die Konsolidierung des Haushaltes ausgerichtete Fiskalpolitik scheint sich nun in dem Urteil der Finanzmärkte der Spielraum der Notenbank für Zinssenkungen vergrößert zu haben. Die Geldmengenexpansion hat sich im vergangenen Jahr beschleunigt. Dies deutet darauf hin, daß sich die anregenden Impulse der Geldpolitik verstärken. Dies wird auch über das gesamte Jahr 1996 der Fall sein. Für das Jahr 1997 muß bei einem erneuten Anspringen der Konjunktur mit Zinsanhebungen gerechnet werden. Entsprechend werden die Impulse zum Ende des Prognosezeitraums hin nachlassen.

In Frankreich ist für den Sommer – nach einer nur geringen Expansion in der ersten Jahreshälfte – eine Beschleunigung des Anstiegs der gesamtwirtschaftlichen Produktion zu erwarten. Eine hohe Sachkapitalrendite und niedrige langfristige Zinsen werden eine verstärkte Ausweitung der Investitionen zur Folge haben. Auch dürfte die Nachfrage aus dem Ausland angesichts der sich wieder belebenden Weltkonjunktur zunehmen. Dagegen wird sich der private Konsum wohl nur geringfügig erhöhen. Die Abgabenerhöhungen schmälern die real verfügbaren Einkommen, und die schlechte Lage auf dem Arbeitsmarkt wird einer merklichen Verringerung der Sparquote entgegenstehen. Das reale Bruttoinlandsprodukt wird in diesem Jahr um reichlich 1 vH – bei in der zweiten Jahreshälfte deutlich höheren laufenden Raten – und 1997 um rund 3 vH expandieren. Der Preisauftrieb bleibt mäßig. Im Verlauf des nächsten Jahres wird er sich zwar etwas beschleunigen. Im Durchschnitt des Jahres 1997 wird die Inflationsrate aber wie in diesem Jahr etwa 2 vH betragen, da der Wert für 1996 noch durch den Effekt der Mehrwertsteuererhöhung im August 1995 nach oben verzerrt wird.

In Italien setzte sich die konjunkturelle Aufwärtsbewegung in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres fort, hat aber an Schwung verloren. Hierzu hat wohl einerseits die restriktive Geldpolitik beigetragen. Zum anderen hat sich der Außenwert der italienischen Lira, durch deren wiederholte Abwertungen seit Herbst 1992 sich die Wettbewerbsposition der italienischen Exporteure spürbar verbessert hatte, seit Mitte 1995 wieder merklich erhöht. Dies führte zusammen mit der Konjunkturschwäche in Westeuropa dazu, daß der Absatz italienischer Waren im Ausland in der zweiten Jahreshälfte nur in wesentlich geringerem Ausmaß als zuvor ausgedehnt werden konnte.⁷ In der Folge wurden im dritten

⁷ Eine empirische Untersuchung (Lapp et al. 1995 b) zeigt, daß das Volumen der italienischen Exporte sehr schnell auf eine Veränderung des Wechselkurses reagiert, dieser Effekt aber auch relativ schnell nachläßt.

Quartal die Lagerbestände – wohl unfreiwillig – deutlich aufgestockt und im vierten Quartal das Produktionsniveau in den exportorientierten Bereichen der Wirtschaft der neuen Lage angepaßt. Die Ausrüstungsinvestitionen sind weiterhin kräftig ausgeweitet worden. Der Exportboom seit 1993 hat dazu geführt, daß die Kapazitäten vielfach stark ausgelastet waren und somit Erweiterungsinvestitionen nötig wurden. Der private Konsum expandierte über das gesamte vergangene Jahr nur geringfügig. Die unverändert schlechte Lage auf dem Arbeitsmarkt, ein Rückgang der Reallöhne und die Abgabenerhöhungen wirkten hier dämpfend. Der Preisauftrieb hatte sich im Verlauf des letzten Jahres merklich beschleunigt. Ausschlaggebend hierfür waren der Anstieg der Importpreise aufgrund der niedrigen Bewertung der Lira und die Auswirkungen der Erhöhung indirekter Steuern auf die Preise. Zuletzt hat sich das Preisklima infolge der Liraaufwertungen und des schwachen privaten Konsums wieder etwas beruhigt. Die Inflationsrate betrug im Januar knapp 6 vH.

Die Fiskalpolitik setzte ihre Bemühungen um eine Verringerung des Budgetdefizits fort. Erste Erfolge sind erkennbar. So betrug das Defizit in Relation zum Bruttoinlandsprodukt im vergangenen Jahr nur noch 7,5 vH nach 9 vH in 1994. Da die italienische Regierung anscheinend das Ziel verfolgt, im Jahr 1998 das Defizitkriterium des Maastrichter Vertrags wenigstens annähernd zu erfüllen, wird sie weitere Sparmaßnahmen ergreifen bzw. neuerlich Abgaben erhöhen müssen. Insgesamt ist damit zu rechnen, daß die Fiskalpolitik über den gesamten Prognosezeitraum merklich restriktiv auf die wirtschaftliche Tätigkeit wirken wird.

Auch von der Geldpolitik gehen dämpfende Einflüsse aus. Nachdem die kurzfristigen Zinsen zu Beginn des Jahres als Reaktion auf die Abwertung der Lira und die anziehende Inflation merklich angehoben worden waren, sind sie seitdem von der Notenbank nur wenig zurückgenommen worden. Offenbar sieht die Zentralbank angesichts der hohen Inflationsrate derzeit keinen Spielraum für deutliche Zinssenkungen, ohne einen neuerlichen Abwertungsdruck auf die Lira und damit eine Beschleunigung des Preisauftriebs zu erzeugen. Da für dieses Jahr nur mit einem allmählichen Nachlassen des Preisanstiegs zu rechnen ist, erwarten wir, daß frühestens in der zweiten Hälfte dieses Jahres das Zinsniveau am kurzen Ende spürbar abgesenkt werden wird. Die Geldmengenaggregate haben im Verlauf des Jahres 1995 nur langsam zugenommen. Mit einer Beschleunigung ist für dieses Jahr nicht zu rechnen, so daß über den größten Teil des Prognosezeitraums von der Geldpolitik eine restriktive Wirkung auf die wirtschaftliche Tätigkeit ausgehen wird.

Bei diesen wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen wird sich in Italien der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts im Verlauf dieses Jahres merklich abflachen. Der private Konsum bleibt schwach, und die Expansion der Investitionen verlangsamt sich. Hinzu kommt, daß die Exporte im Vergleich zu den in den letzten drei Jahren erzielten Zuwachsraten nur moderat zunehmen werden. Hierin schlagen sich die Aufwertung der Lira in den vergangenen Monaten und die in der ersten Hälfte dieses Jahres schwache Konjunktur in Westeuropa nieder. Ab dem Herbst dürfte sich die Nachfrage aus dem Ausland im Zuge der weltweiten Verbesserung der Konjunktur wieder verstärken. Die Binnennach-

frage wird sich angesichts einer nur allmählichen Lockerung der Geldpolitik dagegen erst im späteren Verlauf von 1997 wieder beleben. Alles in allem wird das Bruttoinlandsprodukt in diesem und im nächsten Jahr um etwa 2 vH über dem Niveau im jeweiligen Vorjahr liegen. Der Preisauftrieb auf der Konsumentenebene wird sich in den nächsten Monaten verlangsamen. Der Anstieg der Importpreise hat sich deutlich verringert, und der private Konsum expandiert weiterhin nur mäßig. Die Inflationsrate dürfte in diesem Jahr 5 vH und 1997 rund 4 vH betragen.

Im Vereinigten Königreich hat sich der konjunkturelle Aufschwung kontinuierlich abgeflacht; betrug die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts Mitte 1994 noch reichlich 4 vH (laufende Jahresrate), so ist sie im vierten Quartal 1995 auf etwa 1,5 vH zurückgegangen. Hierfür waren mehrere Faktoren ausschlaggebend. Die Fiskalpolitik hat stark dämpfend gewirkt. Wiederholte Abgabenerhöhungen haben dazu geführt, daß die real verfügbaren Einkommen trotz einer Zunahme der Zahl der Beschäftigten und eines Anstiegs der Reallöhne nur moderat expandierten. Erst in den letzten beiden Quartalen des Vorjahres, nachdem leichte Steuersenkungen in Aussicht gestellt worden waren und somit wieder eine stärkere Zunahme der verfügbaren Einkommen zu erwarten war, hat sich der private Verbrauch wieder belebt. Ähnlich haben die Veränderungen des geldpolitischen Kurses – Zinserhöhungen von September 1994 bis Februar 1995 und Zinsrücknahmen seit Dezember 1995 – und die Bewegung der durch sie beeinflussten Hypothekenzinsen gewirkt. Letztere haben im Vereinigten Königreich einen großen Einfluß auf das verfügbare Einkommen. Zum einen ist dort die Wohneigentumsquote im Vergleich zu anderen Ländern sehr hoch, und ein großer Anteil von Krediten – auch für andere Zwecke als den Erwerb von Immobilien – wird durch Hypotheken abgesichert. Zum anderen haben diese Verträge oft einen variablen Zinssatz, so daß sich Zinsänderungen direkt auf die Höhe der Zinsbelastung vieler Haushalte auswirken. Vom Herbst 1994 bis zum Frühjahr 1995 hatte die Notenbank den Basiszinssatz um insgesamt 1,5 Prozentpunkte heraufgesetzt, was bei den Hypothekenzinsen einen Anstieg in ungefähr der gleichen Größenordnung zur Folge hatte. Seit dem Sommer des vergangenen Jahres sind diese Zinssätze angesichts der schwachen Nachfrage nach Krediten wieder merklich verringert worden. Dies hat zu der Belebung des Konsums beigetragen.

Entgegengesetzt verlief die Entwicklung bei den Ausfuhren. Über das Jahr 1994 waren die Exporte – gestützt durch die niedrige Bewertung des Pfund Sterling und die gute konjunkturelle Situation auf den Absatzmärkten – merklich gestiegen. Seit Beginn des vergangenen Jahres hat sich die Zunahme aber deutlich abgeflacht; zuletzt war sogar eine Stagnation zu beobachten. Dies ist zum einen auf die schwächere Konjunktur in Nordamerika und in Westeuropa zurückzuführen. Zum anderen haben die britischen Exporteure – wohl angesichts gut ausgelasteter Kapazitäten – seit Anfang 1995 ihre Preise spürbar angehoben. Zuvor hatten sie diese über zwei Jahre nur relativ geringfügig erhöht und so den Wettbewerbsvorteil infolge der Pfund-Abwertungen zu einer Ausdehnung der Absatzmengen genutzt. Aufgrund des verringerten Aufschwungtempos hat sich die Abnahme der Arbeitslosigkeit in der zweiten Hälfte

von 1995 verlangsamt. Die Arbeitslosenquote beträgt derzeit etwa 8 nach 8,5 vH zu Beginn des vergangenen Jahres. Im Verlauf des Jahres 1994 hatte sich diese Quote noch um 1,5 Prozentpunkte verringert. Der Preisauftrieb blieb mäßig. Die Inflationsrate war zu Beginn des Jahres 1996 mit etwa 3 vH im Vergleich zu ihrem Stand vor einem Jahr nahezu unverändert. Bereinigt um die Effekte der Veränderungen der Hypothekenzinsen und der indirekten Steuern, ist eine leichte Beschleunigung des zugrundeliegenden Preisauftriebs zu beobachten. Hierin dürften sich die höheren Importpreise und die – bei sich belebendem privaten Verbrauch – größeren Überwälzungsspielräume der Anbieter niederschlagen.

Die Fiskalpolitik hat im Verlauf der letzten beiden Jahren die wirtschaftliche Tätigkeit gedämpft, da zur Verringerung des staatlichen Defizits die Abgaben deutlich erhöht wurden. Dieser Fehlbetrag wird, nachdem er 1993 noch knapp 8 vH in Relation zum Bruttoinlandsprodukt betragen hatte, in diesem Haushaltsjahr auf voraussichtlich knapp 4 vH zurückgeführt werden. Für das kommende Haushaltsjahr, das im April 1996 beginnt, sind leichte Steuersenkungen angekündigt worden. Angesichts der spätestens im Frühjahr nächsten Jahres stattfindenden Wahlen ist mit weiteren Abgabenverringerungen zu rechnen; insgesamt dürften die restriktiven Wirkungen der Fiskalpolitik von leicht anregenden Impulsen abgelöst werden.

Im Dezember 1995 und im Januar 1996 ist der britische Leitzins um jeweils einen viertel Prozentpunkt verringert worden, nachdem er zuvor zehn Monate unverändert geblieben war. Die Motivation für diese Maßnahmen der Regierung dürfte in der sich abflachenden wirtschaftlichen Entwicklung, in dem – verglichen mit früheren Zyklen – geringen Preisauftrieb und in den anstehenden Wahlen zu suchen sein. Aufgrund dieser Faktoren sind für dieses Jahr weitere Zinsschritte nach unten zu erwarten. Die schon recht kräftige Expansion der Geldmengen wird sich in diesem Jahr noch etwas beschleunigen, so daß von der Geldpolitik über den Prognosezeitraum zunehmend eine anregende Wirkung auf die wirtschaftliche Tätigkeit ausgehen wird.

Bei diesen Rahmenbedingungen wird sich die konjunkturelle Lage im Vereinigten Königreich im Verlauf dieses Jahres wieder deutlich verbessern. Investitionen und privater Konsum werden durch die expansivere Ausrichtung der Wirtschaftspolitik angeregt. Auch die Exporte dürften angesichts der sich in der zweiten Jahreshälfte belebenden Konjunktur in Westeuropa stärker ausgeweitet werden. Gedämpft wird der Produktionsanstieg in der ersten Jahreshälfte dadurch, daß die Unternehmen nach dem – wohl zum großen Teil unfreiwilligen – umfangreichen Lageraufbau während der letzten Quartale des Vorjahres ihre Bestände nach unten anpassen werden. Insgesamt ist für dieses Jahr mit einer Zunahme des Bruttoinlandsprodukt um etwa 1,5 vH und für 1997 mit einer Zunahme um knapp 3 vH zu rechnen. Dabei wird sich der Preisanstieg geringfügig beschleunigen. Bei Berücksichtigung der Auswirkungen der Hypothekenzinsen auf das Preisniveau dürfte die Inflationsrate aber im Durchschnitt des jeweiligen Jahres mit 2,5 vH für 1996 und 3 vH für 1997 etwas unter dem Wert für das vergangene Jahr (3,4 vH) liegen.

Vereinigte Staaten: Vorerst nur schwache konjunkturelle Expansion

Der Aufschwung in den Vereinigten Staaten hat sich 1995 spürbar verlangsamt; im Durchschnitt hat das reale Bruttoinlandsprodukt das Niveau im Vorjahr nur um 2 vH übertroffen, nach einem Zuwachs von 3,6 vH im Jahr 1994.⁸ Im Jahresverlauf ging die Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten zurück. Dies gilt ebenso für die industriellen Anlagen, denn die Industrieproduktion hat kaum noch zugenommen. Auch der Beschäftigungsboom – seit Beginn des Aufschwungs im Jahr 1991 ist die Zahl der Beschäftigten um rund 6 vH ausgeweitet worden – ging zu Ende; nach der Jahresmitte 1995 blieb die Zahl der Erwerbstätigen unverändert, und die Arbeitslosenquote ist leicht gestiegen. Die Preisentwicklung verlief in ruhigen Bahnen; die Inflationsrate auf der Verbraucherebene belief sich im vergangenen Jahr auf durchschnittlich knapp 3 vH, die Erzeugerpreise erhöhten sich weniger.

Ausschlaggebend für die konjunkturelle Verlangsamung war der straffe Kurs, den die amerikanische Notenbank im Verlauf des Jahres 1994 eingeschlagen hatte. Hinzu kam, daß die Impulse aus dem Ausland nachließen, da die Konjunktur in den meisten Partnerländern an Schwung verloren hatte. Gleichwohl blieb – nach einer Schwäche zu Jahresbeginn infolge der Krise in Mexiko und des Konjunkturrückschlags in Kanada – das Tempo der Expansion der Ausfuhren hoch, die amerikanische Wirtschaft konnte ihren Weltmarktanteil leicht steigern. Dies ist wohl vor allem auf die reale effektive Abwertung des US-Dollar zwischen Anfang 1994 und Anfang 1995 zurückzuführen.

Die Inlandsnachfrage expandierte im vergangenen Jahr deutlich langsamer als zuvor. Insbesondere hat sich der Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen abgeschwächt. Trotz der Verringerung der Kapazitätsauslastung betrug ihre Zunahme im zweiten Halbjahr aber immer noch rund 3 vH (laufende Jahresrate). Der Wirtschaftsbau expandierte weiterhin zügig. Die Gewinnerwartungen haben sich nicht gravierend verschlechtert; offenbar rechnen die Unternehmen nicht mit einer langanhaltenden Konjunkturschwäche und erweitern deshalb die Kapazitäten. Stützend auf die Investitionstätigkeit wirkte der Rückgang der langfristigen Zinsen; sie sanken im Verlauf des vergangenen Jahres um rund zwei Prozentpunkte. Dies hat dazu beigetragen, daß die Ausgaben der privaten Haushalte für langlebige Güter spürbar zunahmen. Allerdings blieb das Expansionstempo des privaten Verbrauchs insgesamt – mit einer laufenden Jahresrate von rund 2 vH – deutlich hinter dem im Jahr 1994 zurück; die verfügbaren Einkommen stiegen bei moderaten Lohnanhebungen und der nur mäßigen Ausweitung der Beschäftigung merklich langsamer als zuvor.

⁸ Das amerikanische Handelsministerium hat die Berichterstattung über die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen geändert. Zur Deflationierung des nominalen Bruttoinlandsprodukts wird nunmehr ein Preisindex (Kettenindex) verwendet, bei dem die jeweils aktuelle Ausgabenstruktur stärker berücksichtigt wird (U. S. Department of Commerce 1995: 32 f.). Diese Änderung führt dazu, daß das reale Bruttoinlandsprodukt in jüngster Zeit einen geringeren Anstieg als zuvor berechnet aufweist. Für 1994 ist die Zuwachsrates des realen Bruttoinlandsprodukts nach der neuen Berechnungsweise um 0,6 Prozentpunkte niedriger als nach der alten Statistik; die ursprünglich geschätzten Daten für 1995 sind noch stärker verringert worden.

Die amerikanische Notenbank hat darauf hingewirkt, daß die kurzfristigen Zinsen seit der Jahresmitte 1995 um einen dreiviertel Prozentpunkt gesunken sind. So nahm sie die Federal Funds Rate, die den Tagesgeldsatz weitgehend bestimmt, im Januar dieses Jahres nochmals um 0,25 Prozentpunkte auf 5 % zurück; in gleichem Ausmaß wurde auch der Diskontsatz gesenkt, der zuvor ein Jahr lang bei 5,25 % verharret hatte. Die bisherigen Zinssenkungen haben aber nicht ausgereicht, um der Entwicklung der Geldmenge einen Anstoß zu geben; so ist die Geldmenge M1 weiterhin leicht rückläufig, und die Expansion der monetären Basis hat sich in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres nochmals verlangsamt. Dies und die anhaltend niedrige Zinsdifferenz sprechen dafür, daß die Geldpolitik nach wie vor dämpfend auf die wirtschaftliche Aktivität wirkt. Es ist damit zu rechnen, daß die Notenbank im Verlauf des Jahres die kurzfristigen Zinsen weiter senken wird. Hierfür sprechen nicht nur die schwache Konjunktur, sondern auch die Tatsache, daß der Preisanstieg moderat bleiben und sich der Wechselkurs des US-Dollar weiter stabilisieren wird. Somit dürften die retardierenden Einflüsse der Geldpolitik allmählich nachlassen.

In der amerikanischen Finanzpolitik ist der Haushaltsstreit zwischen Regierung und Kongreßmehrheit noch nicht beendet. Weitgehend einig ist man sich darüber, daß der Konsolidierungskurs fortgesetzt wird. Offen ist allerdings, in welchem Jahr der Haushalt ausgeglichen sein soll, welche Ausgaben besonders stark gekürzt werden und in welchem Umfang zugleich Steuersenkungen erfolgen. Klarheit hierüber wird es im Laufe dieses Jahres wohl nicht mehr geben; konkrete Maßnahmen sind erst nach den Präsidentschaftswahlen im November 1996 zu erwarten. Die Finanzpolitik dürfte die Konjunktur im Prognosezeitraum allenfalls leicht dämpfen.

Die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen lassen erwarten, daß die Expansion der wirtschaftlichen Aktivität vorerst verhalten sein wird; maßgeblich hierfür ist die nach wie vor enge Geldpolitik. Negativ wirkt sich kurzfristig auch aus, daß sich die Unternehmen Lagerbeständen gegenübersehen, die sie als zu hoch erachten; die Vorratsinvestitionen werden sich daher bis zur Jahresmitte nochmals zurückbilden. Die Kapazitätsauslastung in der Gesamtwirtschaft dürfte 1996 weiter sinken; im Jahresdurchschnitt wird das reale Bruttoinlandsprodukt um rund 1,5 vH über dem Niveau im Vorjahr liegen. Mit einem spürbaren Anziehen der Konjunktur ist erst für das kommende Jahr zu rechnen, nachdem die Geldpolitik deutlich gelockert worden ist. Anstöße wird die amerikanische Wirtschaft dann auch von der wieder stärkeren Weltkonjunktur erhalten. Die gesamtwirtschaftliche Produktion dürfte 1997 in etwa mit einer Rate zunehmen, die der Wachstumsrate des Produktionspotentials entspricht. Unter diesen Bedingungen wird der Preisauftrieb moderat bleiben; sowohl in diesem als auch im kommenden Jahr dürften sich die Verbraucherpreise nur um rund 2,5 vH erhöhen. Hierzu trägt auch bei, daß die Lohnsteigerungen gering sein werden.

Japan: Leichte Konjunkturbelebung

In Japan stieg die gesamtwirtschaftliche Produktion seit dem Frühjahr des vergangenen Jahres kaum; erst gegen Jahresende waren Anzeichen für eine Besse-

rung der konjunkturellen Lage erkennbar. Für die anhaltende Schwäche waren hauptsächlich zwei Faktoren maßgeblich: die Aufwertung des Yen und der anhaltende strukturelle Reformbedarf.

Der Yen wertete sich im ersten Halbjahr 1995 gegenüber dem Dollar um rund 20 vH auf. Da die japanischen Exporte sehr schnell auf Wechselkursänderungen reagieren (Lapp et al. 1995 a), kam es vorübergehend sogar zu einem Rückgang beim Warenabsatz im Ausland. Zugleich intensivierte sich im Inland der Wettbewerb durch die erheblich verbilligten Importgüter. Als stark steigende Lagerbestände signalisierten, daß ein beträchtlicher Teil der heimischen Produktion nicht verkauft werden konnte, ging die Industrieproduktion spürbar zurück. Im Sommer begann sich der Yen wieder abzuwerten. Die Absatzerwartungen der Unternehmen verbesserten sich, und gegen Ende des Jahres verzeichnete die Industrieproduktion erneut eine Zunahme. Ähnlich entwickelten sich die Investitionen. Im Laufe des Jahres hatten die Unternehmen ihre Investitionspläne deutlich nach unten revidiert. Zuletzt deuteten verschiedene Frühindikatoren wieder auf eine sich belebende Investitionstätigkeit hin. Der private Verbrauch verlief schwach, obwohl die Löhne etwas stärker stiegen als im vorangegangenen Jahr. Zusätzliches Einkommen wurde überwiegend gespart. Zur Konsumzurückhaltung trug die angespannte Lage am Arbeitsmarkt bei. Das Verhältnis von offenen Stellen zu Stellensuchenden verschlechterte sich kontinuierlich. Die Arbeitslosenquote erreichte ein höheres Niveau als jemals zuvor in den vergangenen fünfzig Jahren, sie betrug zuletzt 3,4 vH. Auf Neueinstellungen wurde wiederum verzichtet. Dies traf vor allem Berufsanfänger, so daß deren Arbeitslosenquote derzeit fast doppelt so hoch ist wie die durchschnittliche.

Die Notwendigkeit von Strukturreformen zeigte sich beispielsweise am stark regulierten, ineffizienten Vertriebssystem. Hier war der Wettbewerb bisher erheblich eingeschränkt. Die durchgeführten Ansätze zur Deregulierung – z. B. die in einigen Bereichen aufgehobene Preisbindung der zweiten Hand und der dadurch gestiegene Konkurrenzdruck – trugen dazu bei, daß die Verbraucherpreise 1995 erstmals seit 25 Jahren zurückgingen. Für die Einzelhandelsunternehmen bedeutet dies einen erhöhten Druck auf die Gewinnspannen, der auch auf die vorgelagerten Ebenen durchschlägt.

Am deutlichsten zeigte sich der strukturelle Reformbedarf jedoch an der Krise im Finanzsektor. Im vergangenen Jahr waren mehrere Kreditinstitute gezwungen, ihre Geschäftstätigkeit wegen Zahlungsunfähigkeit einzustellen. Der gesamte Kreditsektor mußte in erheblichem Umfang Verluste durch Kreditausfälle verkraften. Die Krise im Bankensystem verteuerte für die japanischen Institute die Refinanzierung auf den internationalen Kapitalmärkten; sie mußten einen „Malus“ zahlen. Sie beeinflusste aber auch das Verhalten der Anleger. Um das Risiko von Ausfällen zu minimieren, wählten sie entweder Anlagen mit sehr kurzen Laufzeiten oder Wertpapiere bonitätsmäßig einwandfreier Schuldner (z. B. des Staates). Ersteres führte zu einem beschleunigten Anstieg der Geldmenge M1; so betrug ihr Zuwachs im dritten Quartal 1995 gegenüber dem Stand im gleichen Vorjahreszeitraum 14 vH. Die verstärkte Nachfrage nach Wertpapieren dagegen verlangsamte die Ausweitung der Geldmenge M2 (zzgl. Certificates of Deposit). Diese uneinheitliche Entwicklung der Geldmengen

erschwerte die Kreditvergabe der Banken, da diese sehr kurzfristige Einlagen nur bedingt ausleihen können. Die japanische Notenbank versuchte, durch geldpolitische Maßnahmen die Auswirkungen der Bankenkrise abzumildern, um die wirtschaftliche Aktivität zu unterstützen. So senkte sie den Diskontsatz von 1,75 % zu Beginn des Jahres 1995 auf 1 % im April und halbierte ihn dann im September. Seitdem liegt er unverändert bei 0,5 %. Außerdem führte sie den Märkten in erheblichem Umfang Liquidität zu. Daraufhin und im Zuge der im Winterhalbjahr einsetzenden Beruhigung im Bankensektor begann sich zuletzt eine kräftigere Ausweitung von M2 abzuzeichnen. Da die japanische Notenbank ihre Bereitschaft bekundet hat, weiterhin verstärkt Liquidität bereitzustellen, werden von der Geldpolitik zunehmend expansive Impulse ausgehen.

Die Regierung hat im vergangenen Jahr zwei Programme zur Konjunkturstützung aufgelegt. Von diesen profitierten anders als von denjenigen in vorangegangenen Jahren in erster Linie die Unternehmen. Maßnahmen für den Ausbau der Infrastruktur, aber auch direkte Hilfen vor allem an kleine und mittelständische Unternehmen standen im Vordergrund. Die wiederholten Konjunkturprogramme (insgesamt sieben seit 1992) haben zu einem starken Anstieg des gesamtstaatlichen Defizits geführt. Es wird im nächsten Jahr – ohne die Überschüsse der Sozialversicherung zu berücksichtigen – deutlich über 7 vH in Relation zum Bruttoinlandsprodukt liegen. Nach dem Auslaufen der bisherigen Konjunkturprogramme gegen Mitte des Jahres wird die Finanzpolitik überwiegend neutral wirken. Für das Jahr 1997 sind dann Schritte zur Konsolidierung der Staatsfinanzen und somit zunehmend dämpfende Einflüsse auf die gesamtwirtschaftliche Aktivität zu erwarten.

Für dieses und das kommende Jahr sind die Aussichten auf einen nachhaltigen Aufschwung verhalten. Zwar werden die Investitionen in den nächsten Monaten vorübergehend beschleunigt steigen, angeregt durch die Fiskalprogramme und die niedrigen Zinsen; letztere tragen dazu bei, daß der private Wohnungsbau, der im letzten Jahr deutlich rückläufig war, wieder anläuft. Jedoch sind retardierende Effekte noch immer von den anstehenden Maßnahmen zur strukturellen Anpassung zu erwarten. So werden beispielsweise aufgrund der fortschreitenden Deregulierung im Vertriebssystem die Preise in einigen Bereichen weiter sinken. Der dadurch auf die Unternehmen ausgeübte Druck durch sinkende Umsätze bei unverändert hohen Verbindlichkeiten wird erst langsam durch den Aufbau flexiblerer und effizienterer Strukturen sowohl innerhalb der Unternehmen als auch im gesamten Vertriebssektor kompensiert.

Die Arbeitslosigkeit wird nochmals zunehmen, für das kommende Jahr ist mit einer Quote von annähernd 4 vH zu rechnen. Bisher haben die Unternehmen umfangreiche Stilllegungen von Betrieben sowie sonstige Maßnahmen vorgenommen, die die Einsparung von Personal verlangen. Gemessen daran wurden die Belegschaften jedoch nur wenig verringert, und der Anteil der Löhne an den Gesamtkosten ist erheblich gestiegen. Voraussichtlich werden nun viele Unternehmen eine Reduzierung des Personalbestands nicht weiter hinauszögern. Die Zuwachsraten der Lieferungen ins Ausland dürften langsam wieder anziehen. Diejenigen der Importe werden aber weiterhin schneller steigen; zurückzuführen ist dies auf die Liberalisierung des Außenhandels, die reale

effektive Aufwertung des Yen in den vergangenen Jahren und die verstärkte Einfuhr von Produkten, die im Ausland von japanischen Unternehmen gefertigt werden. Der private Verbrauch wird sich etwas beleben; er wird ungefähr im Umfang der zu erwartenden Lohnerhöhungen (etwa 2 vH) ausgedehnt werden. Einer stärkeren Zunahme steht trotz der sich aufhellenden konjunkturellen Perspektiven die weitere Verschlechterung auf dem Arbeitsmarkt entgegen. Für das reale Bruttoinlandsprodukt ergibt sich in diesem Jahr eine Zuwachsrate von rund 1,5 vH.

Im nächsten Jahr werden die Unternehmensgewinne, die schon im vergangenen Jahr Erholungstendenzen zeigten, weiter zunehmen. Dies und eine gute Auslandskonjunktur werden dazu beitragen, daß die Unternehmen allmählich ihre Investitionen steigern. Es ist damit zu rechnen, daß sich daraufhin die Einschätzung der wirtschaftlichen Situation durch die Konsumenten verbessern und der private Verbrauch steigende Zuwachsraten verzeichnen wird. Bremsend wirken werden im nächsten Jahr allerdings die Konsolidierungsmaßnahmen der Fiskalpolitik. So ist insgesamt ein lebhafter Aufschwung – auch wegen nach wie vor ungelöster struktureller Probleme – nicht zu erwarten; das Bruttoinlandsprodukt dürfte um reichlich 2,5 vH steigen.

Ausblick: Verstärkter Produktionsanstieg – niedrige Inflationsrate

Nachdem sich das Expansionstempo in den Industrieländern im vergangenen Jahr verlangsamt hatte, sind die Bedingungen für eine neuerliche Belebung des Aufschwungs günstig. Die Geldpolitik in Westeuropa schwenkt auf einen expansiven Kurs ein. Die Leitzinsen wurden in vielen Ländern bereits zurückgeführt, für die kommenden Monate sind weitere Zinssenkungen zu erwarten. In Japan wird die von der Zentralbank im Verlauf des vergangenen Jahres zunehmend auf eine Stimulierung der wirtschaftlichen Tätigkeit ausgerichtete Geldpolitik fortgesetzt. In den Vereinigten Staaten dürfte die Geldpolitik im Verlauf des Jahres 1996 gelockert werden, nachdem die Notenbank bislang einen straffen Kurs verfolgt hatte. Die Bemühungen zur Haushaltskonsolidierung in Nordamerika und in Westeuropa werden anhalten; in vielen Ländern sind sowohl Abgabenerhöhungen als auch Kürzungen der Ausgaben wahrscheinlich. Dabei ist jedoch nicht mit einer forcierten Rückführung der staatlichen Defizite zu rechnen, so daß von der Fiskalpolitik keine zusätzlich bremsenden Effekte auf die Konjunktur ausgehen. In Japan wird die Fiskalpolitik der Wirtschaft noch bis zum Sommer dieses Jahres anregende Impulse geben. Nach dem Auslaufen der bereits verabschiedeten Konjunkturprogramme wird sie danach in etwa neutral wirken; im kommenden Jahr dürfte die japanische Regierung dann aber – wegen des inzwischen stark ausgeweiteten Haushaltsdefizits – Konsolidierungsmaßnahmen ergreifen.

Die Anstöße seitens der Geldpolitik werden die Investitionstätigkeit in den Industrieländern anregen. Stimuliert werden diese auch durch die kräftig gesunkenen Kapitalmarktzinsen; wegen der anhaltend hohen Sachkapitalrendite werden zusätzliche Investitionsprojekte daher lohnender. Aufgrund der schlechten Lage auf dem Arbeitsmarkt dürften die Lohnsteigerungen in diesem Jahr mode-

Tabelle 1 – Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in den Industrieländern 1994–1997 – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (vH)

	Gewicht in vH ^a	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
		1994	1995 ^b	1996 ^c	1997 ^c	1994	1995	1996 ^c	1997 ^c
Deutschland	10,5	2,9	1,9	0,8	2,6	3,0	1,9	1,4	1,4
Frankreich	6,8	2,9	2,4	1,2	3,0	1,7	1,8	2,0	2,0
Vereinigtes Königreich	5,2	3,9	2,6	1,7	3,1	2,5	3,4	2,5	3,0
Italien	5,2	2,2	3,5	1,8	2,3	4,0	5,4	5,0	4,0
Spanien	2,5	2,1	3,0	2,0	2,5	4,7	4,7	3,5	3,5
Niederlande	1,7	2,7	2,4	1,5	3,0	2,8	1,9	1,5	2,0
Belgien	1,2	2,2	1,9	1,5	2,5	2,4	1,5	2,0	2,0
Österreich	1,0	3,6	2,0	1,5	2,5	3,0	2,2	1,5	2,0
Schweden	1,0	2,6	4,0	2,5	3,0	2,2	2,5	2,5	3,0
Dänemark	0,7	4,5	2,5	1,5	3,0	2,0	2,1	2,0	2,5
Finnland	0,5	4,4	4,0	3,0	3,0	1,1	1,0	1,0	2,0
Griechenland	0,5	1,5	2,0	2,5	2,5	10,9	9,3	7,5	6,5
Portugal	0,4	0,8	2,0	2,5	2,5	5,2	4,1	2,5	3,0
Irland	0,3	6,7	6,0	4,5	3,0	2,3	2,6	2,5	3,0
Luxemburg	0,1	3,3	3,0	2,0	3,0	2,2	1,9	1,0	1,5
Europäische Union	37,6	2,9	2,5	1,4	2,7	2,9	2,9	2,5	2,5
Schweiz	1,3	1,2	1,0	1,0	2,5	0,8	1,8	1,5	2,0
Norwegen	0,6	5,7	4,0	3,0	3,0	1,4	2,5	2,5	3,0
Westeuropa	39,5	2,9	2,5	1,5	2,7	2,8	2,8	2,4	2,4
Vereinigte Staaten	34,1	3,5	2,0	1,5	2,2	2,6	2,8	2,7	2,6
Japan	23,6	0,5	0,4	1,6	2,7	0,7	-0,1	0,3	0,6
Kanada	2,8	4,6	2,2	2,0	2,6	0,2	2,2	2,0	2,2
Länder insgesamt	100,0	2,6	1,8	1,5	2,5	2,2	2,1	2,0	2,1

^a Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts von 1994. – ^b Teilweise geschätzt. – ^c Prognose.

Quelle: OECD (1996), eigene Berechnungen und Schätzungen.

rat ausfallen, somit ergibt sich von dieser Seite kein Kostendruck für die Unternehmen. Die Anregungen aus Drittländern bleiben kräftig; nach wie vor ist der Importzog aus den Entwicklungs- und Schwellenländern beträchtlich, und mit der zunehmenden Integration in die Weltwirtschaft und dem sich verstärkenden Wachstum in Mittel- und Osteuropa werden die Einfuhren dieser Region rasch ausgeweitet. All diese Faktoren führen dazu, daß sich der Produktionsanstieg in den meisten Industrieländern im Sommerhalbjahr 1996 wieder verstärkt; die Vereinigten Staaten werden dieser Entwicklung allerdings wohl erst um die Jahreswende folgen. Für die Industrieländer insgesamt erwarten wir eine Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts um 1,5 vH in diesem und um 2,5 vH im kommenden Jahr (Tabelle 1). Für die meisten großen Industrieländer ist zunächst mit einer etwas höheren Arbeitslosigkeit zu rechnen; im kommenden Jahr dürfte sich die Arbeitsmarktlage aber etwas entspannen. Der Preisauftrieb

wird sich auch 1996 und 1997 auf niedrigem Niveau bewegen und rund 2 vH betragen. Im Zuge der neuerlichen Wirtschaftsbelebung wird die Inflationsrate im nächsten Jahr geringfügig steigen. Der Welthandel dürfte mit der besseren Konjunktur in den Industrieländern an Schwung gewinnen. Im Jahresdurchschnitt dürfte er 1997 um etwa 7 vH zunehmen, nach rund 6 vH in diesem Jahr.

Summary

Weakness in Industrial Countries Only Transitory

The recovery in industrial countries came practically to a halt in the course of 1995; in the final quarter, real GDP stagnated. One reason for this slowdown was that impulses from monetary policy weakened since 1994. In western Europe, central banks pursued a more or less neutral course whereas the US-Federal Reserve Bank followed a restrictive stance. Another dampening factor was the increase in long-term interest rates during 1994. Consequently, the upturn lost momentum, capacity utilization declined and unemployment went up in several countries. Inflation remained moderate in the industrial countries as a whole.

Pause in the Recovery, No Recession

While leading indicators are currently not favorable, industrial countries are not at the brink of a recession for several reasons:

- In the course of last year, capacity utilization in most countries reached a level equivalent to the long-term average. For the year as a whole, real GDP-growth was roughly equal to the growth rate of potential output.
- In western Europe, the slowdown was to a large extent due to reduction of stockbuilding. Investment in machinery and equipment lost some momentum, but for the entire period of the upswing since 1993, the increase was quite substantial. The profitability of investment remained quite high.
- The recovery did not lead to significant tensions. In the past, recessions were characterized by a collision of high increases in price and wages with a tight monetary policy. This is different now. In fact, most central banks continued to lower key interest rates, and real rates have come down as well. Prior to all previous recessions one could observe strong increases in short-term interest rates as well as in long-term rates.

Renewed Acceleration Ahead

The business climate is likely to improve in the near future. The decline of long-term interest rates of last year, amounting to some two percentage points in most countries, will stimulate economic activity. Monetary policy in Japan and in western Europe has shifted to an expansionary course. Further interest rate cuts are likely in the coming months. This is also the case for the United

States so that the restrictive stance of the US-Federal Reserve Bank will not continue. In most industrial countries, fiscal policy will reduce budget deficits, but these efforts will not be intensified so that there will not be an additional negative impact on output. The expansion of economic activity will continue to be supported by the strong demand from developing countries. Furthermore, the economies in central and eastern Europe will accelerate their import demand.

With all these stimulating factors, the current weakness in industrial countries will be overcome in the course of this summer. Due to the weak start at the beginning of 1996, real GDP will increase on average by only 1.5 percent this year; in 1997, however, it will show a stronger 2.5 percent growth rate. Unemployment is likely to rise in the near future, but in the course of next year there will be some improvement of labor market conditions. Inflation will remain moderate and amount to some 2 percent in both years. The expansion of international trade will gain some momentum due to the acceleration of economic activity in industrial countries; the volume of world trade will increase by some 7 percent in 1997, after a 6 percent rate this year.

Literaturverzeichnis

- Boss, A., J. Döpke, M. Fischer, J. W. Krämer, E. Langfeldt und K.-W. Schatz (1995). Bundesrepublik Deutschland: Konjunktur vorübergehend schwach – Wachstum des Produktionspotentials gering. *Die Weltwirtschaft*: 392–415.
- Europäische Kommission (1995). *Europäische Wirtschaft*, Beiheft A (12), Dezember.
- Giorno, C., P. Richardson, D. Roseveare und P. van den Noord (1995). Estimating Potential Output, Output Gaps And Structural Budget Balances. *OECD Working Paper*. Paris.
- Lapp, S., J. Scheide und R. Solveen (1995 a). Determinants of Exports in the G7-Countries. Kieler Arbeitspapiere 707. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Lapp, S., K.-W. Schatz, J. Scheide und R. Solveen (1995 b). Industrieländer: Moderater Produktionsanstieg bei nur geringer Unterauslastung der Kapazitäten. *Die Weltwirtschaft*: 363–391.
- OECD (1995). *Economic Outlook*. Dezember. Paris.
- (1996). *Main Economic Indicators*. Paris.
- Solveen, R. (1995). Zentralbankpolitik und Zentralbankautonomie – Spielt die Unabhängigkeit eine Rolle? Kieler Arbeitspapiere 710. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- U. S. Department of Commerce (1995). *Survey of Current Business*. Juli. Washington, D. C.