

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

Article — Digitized Version

Geldpolitik regt Konjunktur in den Industrieländern an

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) : Geldpolitik regt Konjunktur in den Industrieländern an, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 3, pp. 237-269

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/1691>

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.

Geldpolitik regt Konjunktur in den Industrieländern an

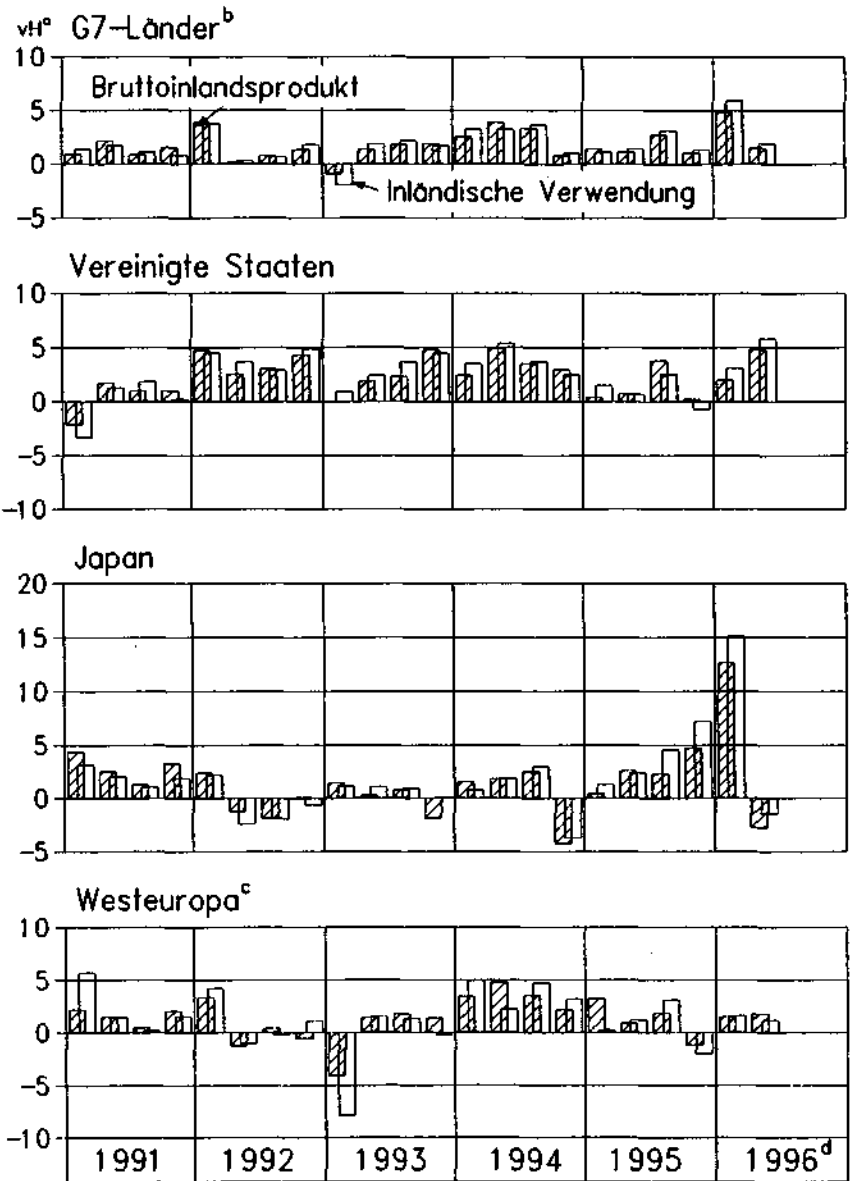
Von **Susanne Lapp, Klaus-Werner Schatz, Joachim Scheide und Ralph Solveen**

Die konjunkturelle Lage in den Industrieländern hat sich in diesem Jahr etwas verbessert, nachdem sich die Expansion im Vorjahr abgeschwächt hatte. Dabei verlief der Produktionsanstieg in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich. In Japan ist die Konjunktur seit rund einem Jahr aufwärtsgerichtet. Im ersten Quartal wies das reale Bruttoinlandsprodukt infolge umfangreicher öffentlicher Investitionen eine äußerst hohe Zuwachsrate auf; der folgende Rückgang kam nicht überraschend (Schaubild 1). Die Wirtschaft der Vereinigten Staaten expandierte rascher als im Vorjahr, und die Kapazitätsauslastung nahm hier – wie auch in Japan – zu. In Westeuropa stieg das reale Bruttoinlandsprodukt im ersten Halbjahr in einem Tempo, das annähernd der Wachstumsrate des Produktionspotentials entspricht. Allerdings war die wirtschaftliche Aktivität in mehreren Ländern sehr unstetig; dabei spielten auch Sonderfaktoren, wie zum Beispiel die Witterung, eine Rolle. So sank die Produktion vereinzelt im ersten Quartal und erholte sich danach kräftig, während sich in anderen Ländern das gegenteilige Muster zeigte. Alles in allem sprechen wichtige Indikatoren und Ergebnisse von Umfragen aber dafür, daß die Konjunkturschwäche, die Westeuropa im vergangenen Jahr erfaßt hatte, überwunden ist.

Die neuerliche Belebung der Konjunktur geht vor allem auf die Anregungen durch die Geldpolitik zurück. In Japan hatten die Impulse schon im Verlauf des vergangenen Jahres zugenommen. Die westeuropäischen Notenbanken haben ihren Kurs weiter gelockert. Im Durchschnitt waren die kurzfristigen Zinsen im Spätsommer 1996 um rund zwei Prozentpunkte niedriger als vor einem Jahr; in den meisten Ländern hat sich die Geldmengenexpansion verstärkt. Die amerikanische Notenbank hingegen ist bei ihrer vorsichtigen Politik geblieben und hat die Zinsen nicht weiter gesenkt, da sich die Konjunktur immer noch als sehr robust erwies und das Preisniveau etwas rascher stieg.

Die Arbeitsmarktlage in den Industrieländern hat sich im Laufe dieses Jahres nicht gebessert. In einigen westeuropäischen Ländern zog die Arbeitslosigkeit im Winter als Folge der Konjunkturschwäche sogar leicht an, und in Japan erreichte sie in diesem Jahr einen neuen Höchststand. Wesentlich günstiger ist die Situation in den Vereinigten Staaten, wo Vollbeschäftigung herrscht. Weiterhin sehr ruhig entwickelte sich im allgemeinen das Preisklima; lediglich in wenigen Ländern hat sich der Auftrieb der Verbraucherpreise etwas verstärkt. Im Durchschnitt der Industrieländer beläuft sich die Inflationsrate bereits seit dem Jahr 1994 auf nur etwas mehr als 2 vH. Ausschlaggebend hierfür ist, daß die Geldpolitik in den letzten Jahren der Konjunktur zwar immer wieder Anstöße gab, letztlich aber einen stabilitätsorientierten Kurs beibehalten hat.

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.



Robuste Konjunktur in den Vereinigten Staaten

Die konjunkturelle Aufwärtsentwicklung in den Vereinigten Staaten hat sich im bisherigen Jahresverlauf spürbar verstärkt. Im ersten Halbjahr nahm das reale Bruttoinlandsprodukt mit einer laufenden Jahresrate von reichlich 3 vH zu, nach 2 vH in der zweiten Hälfte von 1995. Vor allem der Rückgang der Kapitalmarktzinsen im vergangenen Jahr dürfte anregend gewirkt haben. So sind die Ausgaben der privaten Haushalte insbesondere für langlebige Konsumgüter rasch gestiegen; auch der Wohnungsbau profitierte von den niedrigen Zinsen. Die Unternehmensinvestitionen haben nach der nur moderaten Expansion im Vorjahr ebenfalls an Schwung gewonnen. Die Impulse aus dem Ausland blieben bis zu Beginn des Jahres schwach; mit der Überwindung der Konjunkturflaute in Westeuropa und in Kanada haben die Ausfuhren danach beschleunigt zugenommen.

Im Zuge der kräftigeren konjunkturellen Expansion wurde die Beschäftigung stärker ausgeweitet als im Vorjahr; die Zahl der Erwerbstätigen stieg zwischen Ende 1995 und Sommer 1996 um rund 2,5 vH (laufende Jahresrate). In der Folge verringerte sich die Arbeitslosenquote; sie betrug zuletzt etwas mehr als 5 vH. Die wöchentlich geleistete Arbeitszeit und die Zahl der Überstunden nahmen zu. Mit der wachsenden Anspannung am Arbeitsmarkt wurden die Löhne zwar leicht beschleunigt angehoben; doch lag die Erhöhung der Stundenverdienste mit rund 3,5 vH (laufende Jahresrate) im Sommer nur wenig über der Inflationsrate. Ein ausgeprägter Druck auf die Ertragslage der Unternehmen geht hiervon also nicht aus. Die Verbraucherpreise zogen nach der Jahreswende vorübergehend rascher an. Die laufende Jahresrate betrug etwas mehr als 3 vH; im Vorjahr war sie noch um rund einen Prozentpunkt niedriger gewesen. Insbesondere verteuerten sich wegen des strengen Winters Lebensmittel und Energie. Mit dem Abklingen dieses Sondereffektes hat sich der Preisauftrieb wieder leicht zurückgebildet. Alles in allem ist das Preisklima wesentlich ruhiger als in früheren Phasen der Hochkonjunktur, als eine merkliche Inflationsbeschleunigung zu verzeichnen war und die Löhne kräftig stiegen.

Die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte wurde 1996 fortgesetzt. Der Bund dürfte im laufenden Fiskaljahr, das am 30. September endet, ein deutlich niedrigeres Defizit aufweisen als im Vorjahr (164 Mrd. Dollar). Der Fehlbetrag aller öffentlichen Haushalte zusammengenommen wird eine Größenordnung haben, die rund 2 vH des Bruttoinlandsprodukts entspricht. Die Politik der letzten Jahre schlägt sich in einer erstmals wieder leicht sinkenden Schuldenstandsquote nieder; in Relation zum Bruttoinlandsprodukt dürfte die Staatsverschuldung bei etwa 64 vH liegen. In nächster Zeit sind finanzpolitische Entscheidungen zu erwarten, die die wirtschaftliche Entwicklung längerfristig beeinflussen. Sie betreffen zum einen Steuersenkungen. Deren Art und Ausmaß dürften wesentlich vom Ausgang der Wahlen im November 1996 abhängen. Zum anderen werden Maßnahmen ergriffen werden, mit denen verhindert werden soll, daß die steigenden Zahlungen von Altersrenten eine erhebliche Zunahme der staatlichen Defizite zur Folge haben.¹ Die Debatte über die geeignete Strategie

¹ Wie auch andere Industrieländer stehen die Vereinigten Staaten vor dem Problem der Finanzierung der zukünftigen Renten, das sich unter anderem aus der demographischen Entwicklung

gie der Finanzpolitik dürfte sich im kommenden Jahr intensivieren. Wenig wahrscheinlich ist allerdings, daß sich die Maßnahmen schon im Prognosezeitraum erheblich auf die konjunkturelle Entwicklung auswirken. Somit bleibt es vorerst bei den allenfalls geringfügig dämpfenden Einflüssen seitens der Finanzpolitik auf die Konjunktur.

Mit der Rücknahme der Leitzinsen im Januar dieses Jahres hatte die amerikanische Notenbank auf die vorangegangene Abschwächung der Konjunktur reagiert. Seitdem hat sich das Expansionstempo der Wirtschaft verstärkt, und die Zinsen blieben unverändert. Gegen weitere Zinssenkungen sprach ferner der Anstieg der Kapitalmarktzinsen, der nach der Jahreswende einsetzte. Vielfach war sogar erwartet worden, die Leitzinsen würden angehoben werden, denn in der Vergangenheit hat sich die amerikanische Notenbank bei ihren Zinsentscheidungen stark an der Entwicklung der Inflation und der Kapazitätsauslastung orientiert.² Offenbar rechnet die Zentralbank aber damit, daß die Inflationsrate und die Kapazitätsauslastung nicht zunehmen werden. Tatsächlich deutet die Entwicklung der Geldmengen darauf hin, daß der Kurs der Geldpolitik nach wie vor eher leicht restriktiv ist. Für das laufende Jahr rechnen wir daher nicht mit Anhebungen der Leitzinsen durch die Notenbank.

Die Aufwärtsbewegung der amerikanischen Wirtschaft dürfte sich 1996 und 1997 fortsetzen. Die Entwicklung der konjunkturellen Indikatoren in den Sommermonaten läßt erwarten, daß das Aufschwungstempo gegenüber der hohen Zuwachsrate im zweiten Quartal nachlassen wird. Von der Wirtschaftspolitik gehen keine Impulse aus, die dazu führen könnten, daß das reale Bruttoinlandsprodukt im Prognosezeitraum rascher zunimmt als das Produktionspotential, das um etwas mehr als 2 vH pro Jahr wächst. Leichte Anstöße resultieren hingegen aus der sich bessernden Auslandskonjunktur. Im Jahr 1996 dürfte sich der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts auf rund 2,5 vH belaufen; im kommenden Jahr wird er vermutlich leicht darunter liegen. Als Folge des moderaten Kurses der Geldpolitik in den vergangenen Jahren dürfte die Inflationsrate weitgehend unverändert bleiben und sowohl 1996 als auch 1997 knapp 3 vH betragen.

Moderater Aufschwung in Japan

Im ersten Halbjahr dieses Jahres entwickelte sich das japanische Bruttoinlandsprodukt sehr un stetig. Dem hohen Anstieg im ersten Quartal (gut 12 vH laufende Jahresrate) gegenüber dem Niveau im vierten Quartal 1995 folgte ein

ergibt. In den meisten europäischen Ländern ist die Lage allerdings sehr viel dramatischer (vgl. die Analyse des IMF 1996: 53 ff.). Dies hängt auch damit zusammen, daß sich die Beschäftigungsentwicklung in den Vereinigten Staaten wesentlich günstiger darstellt.

² Es läßt sich zeigen, daß sich die Notenbank – wenn auch möglicherweise nicht absichtlich – an die sogenannte Taylor-Regel gehalten hat (vgl. z.B. Taylor 1993). Diese Regel empfiehlt der Notenbank, den Zinssatz immer dann zu ändern, wenn sich eine Differenz zwischen tatsächlicher und gewünschter Inflationsrate und/oder eine Differenz zwischen Bruttoinlandsprodukt und Produktionspotential ergibt. Da beide Differenzen sich im Verlauf dieses Jahres vergrößert haben, hätte die Regel eine Zinserhöhung nahegelegt.

deutlicher Rückgang (um knapp 3 vH laufende Jahresrate) im zweiten Quartal. Für diese starken Schwankungen war das Ausgabeverhalten der öffentlichen Hand maßgeblich. Im Zuge des im vergangenen Herbst beschlossenen Konjunkturprogramms haben die öffentlichen Investitionsausgaben in den ersten drei Monaten dieses Jahres um insgesamt 9 vH zugenommen; in den folgenden drei Monaten waren sie hingegen rückläufig. Ähnlich entwickelten sich die übrigen Ausgaben des Staates. Im privaten Sektor wurde die wirtschaftliche Aktivität durch die expansive Fiskalpolitik und die niedrigen Zinsen gestützt. So verzeichnete der private Wohnungsbau, nachdem er im vergangenen Jahr rückläufig war, wieder deutliche Zuwächse. Aber auch die Unternehmensinvestitionen nahmen im ersten Halbjahr 1996 leicht verstärkt zu. Keine Impulse gingen dagegen von der Exporttätigkeit aus. Die Ausfuhren stagnierten, obwohl sich die Aufwertung des Yen vom Frühjahr 1995 wieder zurückgebildet hat. Der Konsum, der in den letzten Jahren sehr schwach war, erholte sich noch nicht. Die Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern war in den ersten sechs Monaten des Jahres sogar rückläufig. Belastend wirkte die immer noch sehr angespannte Lage am Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosenquote verharrte auf dem für japanische Verhältnisse sehr hohen Niveau von 3,5 vH und ist insbesondere bei Jugendlichen und Berufsanfängern noch über dem Durchschnitt. Das Preisniveau sank nicht mehr, nachdem die Nachfrage etwas lebhafter geworden war.

Die Finanzpolitik war im ersten Halbjahr 1996 deutlich expansiv. Das Konjunkturprogramm vom vergangenen Herbst hat zu einem erheblichem Nachfrageschub geführt. Weil das Defizit in den öffentlichen Haushalten seit einigen Jahren stark steigt, hat die Finanzpolitik nun aber signalisiert, eine Konsolidierung der Haushalte anzustreben. Insbesondere sollen die Ausgaben für öffentliche Investitionen zurückgeführt werden. Zu einer Erhöhung der Abgaben wird es zunächst noch nicht kommen. Ursprünglich war für den April nächsten Jahres eine Anhebung der Umsatzsteuer von 3 auf 5 vH beschlossen worden; sie wird jedoch voraussichtlich um ein Jahr verschoben. Insgesamt ist mit einem leicht restriktiven Einfluß der Finanzpolitik auf die Konjunktur bis zum Ende des Prognosezeitraums zu rechnen.

Die Geldpolitik wird dagegen weiter expansiv sein. Seit dem vergangenen Herbst werden die kurzfristigen Zinsen unverändert auf außerordentlich niedrigem Niveau gehalten. Dabei liegen die Tagesgeldzinsen meist sogar noch unter dem Diskontsatz von 0,5%. Die Geldmenge M1 steigt bereits seit Ende vergangenen Jahres mit durchschnittlich rund 15 vH (Vorjahresvergleich). Zunächst waren die hohen Zuwachsraten hauptsächlich durch Portfolioumschichtungen aufgrund des gesunkenen Zinsniveaus im Jahr 1995 induziert. Dadurch wurde die mittel- und langfristige Festlegung von Kapital zunehmend uninteressant; Geld wurde verstärkt kurzfristig angelegt. Nun sind die hohen Zuwächse zunehmend auf eine verstärkte Nachfrage nach kurzfristigen Anlagen von seiten der Unternehmen zurückzuführen, die diese wünschen, um genügend Liquidität für geplante Investitionen zu halten. Die unverändert geringe Zunahme der Geldmenge M2 (einschließlich Certificates of Deposit) ist damit zu erklären, daß die Emission handelbarer Anleihen sowohl der öffentlichen Hand als auch der Unternehmen in der letzten Zeit stark ausgeweitet wurde. Da das Vertrauen in

den Bankensektor noch immer erschüttert ist, werden Guthaben eher in Wertpapieren als auf Spar- und Termingeldkonten angelegt, was einem Anstieg der Geldmenge M2 entgegenwirkt. Anfang des nächsten Jahres ist eine leichte Anhebung des Offenmarktsatzes wahrscheinlich, wenn sich der Aufschwung gefestigt haben wird. Eine geldpolitische Kursänderung stellt dies jedoch nicht dar; sie ist bis Ende 1997 nicht zu erwarten.

Bei dieser Geldpolitik wird sich die Investitionstätigkeit im Prognosezeitraum fortgesetzt beleben, zumal auch die Kapitalmarktzinsen – sie zogen seit Jahresbeginn um einen knappen halben Prozentpunkt auf 3,5 vH an – kaum noch steigen werden. Eine hohe Investitionsdynamik ist jedoch nicht wahrscheinlich. Laut Umfrage der japanischen Zentralbank beurteilen die Unternehmen die Zukunft wieder pessimistischer, nachdem sie vorübergehend eine Besserung der Lage erwartet hatten. Vom Export sind keine ausgeprägten Impulse für die Konjunktur zu erwarten, da wichtige südostasiatische Abnehmerländer derzeit nicht mehr so kräftig expandieren wie zuvor. Der Konsum wird durch leicht verbesserte Einkommen und niedrige Zinsen gestützt. Dämpfend dürfte im Prognosezeitraum allerdings wirken, daß für die nächste Zukunft noch nicht mit einer wesentlichen Verbesserung am Arbeitsmarkt zu rechnen ist. Insgesamt wird der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts in diesem Jahr reichlich 3,5 vH betragen. Die Zunahme wird sich dabei nach dem ungewöhnlich starken Anstieg zu Beginn des Jahres im zweiten Halbjahr deutlich verlangsamen. Im nächsten Jahr wird sich der Produktionsanstieg wieder beschleunigen; das Bruttoinlandsprodukt dürfte dann mit einer laufenden Jahresrate von rund 3 vH expandieren. Infolge der starken Verlangsamung des konjunkturellen Tempos in diesem Jahr und dem niedrigen Ausgangsniveau am Ende des Jahres wird das Bruttoinlandsprodukt im Vorjahresvergleich jedoch nur um knapp 2 vH zunehmen. Bei nur leicht verstärkter Nachfrage, unterausgelasteten Kapazitäten und anhaltendem Wettbewerbsdruck aus dem Ausland werden die Preise sowohl auf der Großhandels- als auch auf der Einzelhandelsebene in diesem Jahr weitgehend stabil bleiben. Für 1997 ist mit einer Preissteigerungsrate von knapp 0,5 vH zu rechnen.

Konjunkturelle Wende in Westeuropa

In Westeuropa ist die konjunkturelle Schwäche, zu der es im Verlauf des vergangenen Jahres gekommen war, zu Ende gegangen. Nachdem die gesamtwirtschaftliche Produktion im letzten Quartal von 1995 sogar eingeschränkt worden war, wurde sie in den ersten sechs Monaten dieses Jahres ausgedehnt. Dabei war das Tempo der Aufwärtsbewegung mit einer laufenden Jahresrate von gut 1,5 vH allerdings mäßig. Die konjunkturelle Grundtendenz wurde durch Sonderfaktoren wie den ungewöhnlich langen und strengen Winter überlagert; das Bruttoinlandsprodukt entwickelte sich daher im ersten Halbjahr – in von Land zu Land unterschiedlicher Weise – unstetig.

Die allmähliche konjunkturelle Belebung in den ersten sechs Monaten dieses Jahres ist auf mehrere Faktoren zurückzuführen. Zum einen beginnen sich die expansiven Impulse von seiten der Geldpolitik auszuwirken. Nahezu alle euro-

päischen Notenbanken haben im vergangenen Jahr angesichts der nachlassenden konjunkturellen Dynamik und allgemein niedriger Inflationsraten die Leitzinsen deutlich gesenkt. In vielen Ländern hat sich in der Folge das Geldmengenwachstum merklich beschleunigt. Auch der Rückgang der langfristigen Zinsen im vergangenen Jahr stützte die Konjunktur, da Sachinvestitionen im Vergleich zu Finanzinvestitionen wieder an Attraktivität gewonnen haben. So sind die Ausrüstungsinvestitionen etwas stärker als zuvor ausgeweitet worden. Rascher zugenommen haben im ersten Halbjahr die Exporte. Hier dürfte sich die Beschleunigung des Anstiegs der Produktion in Nordamerika und in Japan positiv ausgewirkt haben. Diese Entwicklung wurde durch die Abwertung der meisten europäischen Währungen gegenüber dem Dollar begünstigt. Einer deutlicheren Produktionsausweitung wirken derzeit die hohen Lagerbestände der Unternehmen entgegen. So wird ein Teil der Nachfrage aus den Vorräten gedeckt. Ferner belastet die in fast allen Ländern restriktive Fiskalpolitik die Konjunktur.

Bei dem nur geringen Produktionsanstieg hat sich die Arbeitslosigkeit in Westeuropa weiter erhöht. Die Arbeitslosenquote liegt derzeit im Durchschnitt bei reichlich 11 vH. Der Preisauftrieb blieb allgemein mäßig; in Ländern, in denen er sich aufgrund der Abwertung der Währungen zwischenzeitlich beschleunigt hatte, ist die Inflationsrate wieder zurückgegangen. Insgesamt liegt das Preisniveau in Westeuropa derzeit etwa 2,5 vH über dem Niveau vor zwölf Monaten.

Für den weiteren Verlauf dieses Jahres ist mit einer merklichen Beschleunigung der Aufwärtsbewegung der Produktion zu rechnen. So zeigt der von der OECD berechnete konjunkturelle Frühindikator für die überwiegende Anzahl der europäischen Länder wieder eine positive Entwicklung auf, nachdem zu Beginn des Jahres zumeist ein Tiefpunkt erreicht worden war. Für eine fortgesetzte Belebung der Konjunktur spricht, daß die geldpolitischen Zügel zumeist bis zuletzt gelockert worden sind. Weitere Maßnahmen sind allerdings – wenn überhaupt – nur noch in geringem Ausmaß zu erwarten. Weiterhin positiv auf die wirtschaftliche Aktivität dürfte sich die Situation am Kapitalmarkt auswirken. Zwar sind dort die Zinsen seit dem Beginn des Jahres etwas gestiegen; das Zinsniveau ist aber im langfristigen Vergleich nach wie vor niedrig. Umfragen zeigen, daß sich die Erwartungen der Unternehmen in den meisten Ländern inzwischen etwas aufgehellt haben; die Renditen von Sachinvestitionen haben sich nach umfangreichen Rationalisierungen deutlich erhöht. All dies dürfte zu einer Verstärkung der Investitionstätigkeit führen.

Gestützt wird die Produktionsausweitung von einer schnelleren Erhöhung der Auslandsnachfrage. Zwar dürfte sich das Expansionstempo in den Vereinigten Staaten im Verlauf dieses Jahres etwas verringern. Aufgrund der Aufwertung des Dollar, die sich noch in geringem Maße fortsetzen dürfte, werden die Absatzchancen europäischer Anbieter in Nordamerika und auf Märkten, auf denen sie mit amerikanischen Unternehmen konkurrieren, gut bleiben bzw. sich noch verbessern. Außerdem wird sich die Nachfrage aus den Reformstaaten Mittel- und Osteuropas stärker ausweiten; die Transformationskrise wird nach und nach überwunden, und die Produktion und die Nachfrage von dort sowohl nach Investitionsgütern als auch nach Konsumgütern nehmen zu.

Diesen positiven Faktoren stehen allerdings andere gegenüber, die in nächster Zeit belastend wirken werden. Nahezu alle Regierungen verfolgen eine restriktive Fiskalpolitik. Häufig werden indirekte Steuern erhöht und Ausgaben im sozialen Bereich eingeschränkt. Zusammen mit einer zunächst noch zurückgehenden Zahl der Beschäftigten und moderaten Lohnzuwächsen hat dies zur Folge, daß die real verfügbaren Einkommen nur geringfügig steigen. Aufgrund der hohen Arbeitslosigkeit und der pessimistischen Erwartungen der Haushalte bezüglich der weiteren Entwicklung wird es allenfalls zu einem geringen Rückgang der Sparquote kommen, so daß der private Konsum bis weit in das nächste Jahr hinein nur langsam ausgeweitet werden dürfte.

Insgesamt wird die konjunkturelle Aufwärtsbewegung in Westeuropa in der nächsten Zeit an Kraft gewinnen. Das Bruttoinlandsprodukt dürfte allerdings – wegen des niedrigen Ausgangsniveaus – in diesem Jahr nur um knapp 1,5 vH steigen; 1997 wird es voraussichtlich durchschnittlich um etwa 2,5 vH expandieren. Dabei wird die Zahl der Arbeitslosen zunächst noch etwas zunehmen. Für die Mitte des nächsten Jahres ist mit einer allmählichen Entspannung der Situation am Arbeitsmarkt zu rechnen. Die Verbraucherpreise werden sich angesichts des schwachen privaten Konsums nur moderat erhöhen. Die Inflationsrate dürfte sich in diesem und im nächsten Jahr auf etwa $2\frac{1}{4}$ vH belaufen.

Belebung in Frankreich durch expansive Geldpolitik

In Frankreich ist die Produktion im ersten Halbjahr dieses Jahres nach dem Rückgang im letzten Quartal von 1995 wieder ausgedehnt worden. Die dabei in der Statistik ausgewiesenen starken Schwankungen der Zuwachsraten für das erste und das zweite Quartal – in den ersten drei Monaten nahm das Bruttoinlandsprodukt im Vergleich zum Vorquartal um reichlich 1 vH zu, von April bis Juni ist es gegenüber dem ersten Quartal des Jahres um knapp 0,5 vH zurückgegangen – sind wohl zu einem großen Teil auf Sondereffekte zurückzuführen. So hatte das erste Quartal ungewöhnlich viele Arbeitstage, wodurch sich die Zuwachsrate für diesen Zeitraum ungefähr um einen halben Prozentpunkt erhöht haben dürfte. Getragen wurde die allmähliche konjunkturelle Belebung zum einen von einer Zunahme der Nachfrage aus dem Ausland. Besonders der Absatz außerhalb Europas konnte merklich ausgedehnt werden. Zum anderen belebten sich die Ausrüstungsinvestitionen, was vor allem auf die Impulse von der Geldpolitik und die niedrigen Kapitalmarktzinsen zurückzuführen ist. Verringert wurden dagegen die Bauinvestitionen, deren ausgeprägter Rückgang im ersten Quartal allerdings zu einem Teil durch den langen Winter bedingt war. Gedämpft wurde der Produktionsanstieg dadurch, daß die Unternehmen ihre Lagerbestände deutlich zurückgeführt haben. Der private Konsum blieb schwach. Steigende Abgaben und Einschnitte bei den Sozialleistungen, eine zunehmende Zahl an Arbeitslosen und eine allenfalls geringfügige Erhöhung der Reallöhne haben zur Folge, daß die verfügbaren Einkommen nur langsam expandieren. Aufgrund der nahezu stagnierenden Inlandsnachfrage verharren die Importe in etwa auf dem Niveau, das sie im zweiten Halbjahr 1995 hatten.

Die französische Notenbank hat bis zuletzt die kurzfristigen Zinsen in kleinen Schritten auf ein niedriges Niveau gesenkt. Die enggefaßte Geldmenge M1 wies

im Sommer gegenüber ihrem Stand 12 Monate zuvor einen deutlichen Zuwachs von rund 7 vH auf; dies deutet darauf hin, daß die Geldpolitik der wirtschaftlichen Entwicklung Impulse gibt. Für den weiteren Verlauf dieses Jahres sind allenfalls noch geringe Zinsschritte nach unten zu erwarten; gegen Ende des Prognosezeitraums könnten dann erste Zinsanhebungen erfolgen, deren Auswirkungen aber erst nach 1997 spürbar sein werden. So dürfte die Geldpolitik in den nächsten eineinhalb Jahren – zunächst sogar in zunehmendem Maße – die Konjunktur anregen.

Die französische Fiskalpolitik ist weiterhin auf die Konsolidierung der Staatsfinanzen und damit auf die Erfüllung der Kriterien für eine Teilnahme an der Europäischen Währungsunion ausgerichtet. Da das Budgetdefizit in diesem Jahr aber noch etwa 4,5 vH des Bruttoinlandsprodukts entspricht, sind weitere einschneidende Maßnahmen erforderlich, um den dem Vertrag von Maastricht zufolge zulässigen Wert von 3 vH im kommenden Jahr zumindest annähernd zu erreichen. Für den Prognosezeitraum ist daher eine merkliche Einschränkung der Ausgaben zu erwarten. Besonders bei der Sozialversicherung werden neuerlich Schritte zur Konsolidierung ergriffen werden. Deren Defizit scheint sich trotz der Reformen zu Beginn des Jahres bei weitem nicht in dem von der Regierung prognostizierten Maße zu verringern. Die Regierung hat für 1997 eine Senkung der Einkommensteuer angekündigt. Da im gleichen Zuge verschiedene Verbrauchsteuern und Sozialbeiträge erhöht werden sollen, ist aber per saldo keine Entlastung der privaten Haushalte, sondern eher eine stärkere Belastung abzusehen. Insgesamt wird die Fiskalpolitik in Frankreich weiterhin restriktiv wirken.

Aufgrund der Impulse von der Geldpolitik wird sich die Zunahme des französischen Bruttoinlandsprodukts im Laufe dieses Jahres beschleunigen. Hauptstütze der Aufwärtsbewegung werden dabei die Investitionen sein. Besonders die Ausrüstungen dürften stark expandieren. Das niedrige Zinsniveau und sich verbessernde Ertragsaussichten wirken hier stützend. Aber auch die Bauinvestitionen werden sich erholen. Die Ausfuhren werden von der allgemeinen Konjunkturbelebung in Westeuropa profitieren. Allenfalls geringfügig ausgeweitet wird dagegen der private Konsum; die hohe Arbeitslosigkeit und die zusätzlichen Belastungen durch die Fiskalpolitik beeinträchtigen die Entwicklung. Das Bruttoinlandsprodukt wird in diesem Jahr um reichlich 1 vH und im nächsten um etwas mehr als 2,5 vH zunehmen. Die Inflationsrate wird sich in der zweiten Hälfte dieses Jahres aufgrund des Basiseffektes der Mehrwertsteuererhöhung vom August 1995 verringern. 1997 wird sich der Preisaufrtrieb in der Grundtendenz nicht beschleunigen. Allerdings werden einige Verbrauchssteuern angehoben. Die Preissteigerungsrate wird in beiden Jahren bei etwa 2 vH liegen.

Beschleunigung des Produktionsanstiegs im Vereinigten Königreich

Im Vereinigten Königreich expandiert das Bruttoinlandsprodukt seit Anfang 1995 mit einem gleichbleibenden Tempo von reichlich 1,5 vH (laufende Jahresrate). Dabei ist allerdings die Entwicklung bei den einzelnen Nachfragekomponenten im Zeitablauf äußerst unterschiedlich verlaufen. Seit Herbst des vergan-

genen Jahres ist der private Konsum die Hauptstütze des Nachfrageanstiegs. Die zunehmende Zahl der Beschäftigten, der Rückgang der Hypothekenzinsen und etwas höhere Lohnzuwächse führten zu einer kräftigen Expansion der real verfügbaren Einkommen der Haushalte. Zuvor war diese durch wiederholte Steueranhebungen gedämpft worden. Ebenfalls rege war die Investitionstätigkeit. Merkwürdig verstärkt hat sie sich im ersten Halbjahr 1996 bei den Ausrüstungen; belebt haben sich aber auch die Bauinvestitionen, nachdem diese seit Anfang 1991 annähernd stagniert hatten. Hier wirkten sich anscheinend die niedrigen Hypothekenzinsen und der erneute Anstieg der Preise für Wohnraum günstig aus. Bei dieser allgemein positiven konjunkturellen Entwicklung stand einer Beschleunigung der Produktionsausweitung in den ersten beiden Quartalen dieses Jahres entgegen, daß die Läger nicht mehr in dem gleichem Umfang aufgestockt wurden, wie dies – zum größten Teil wohl unfreiwillig – in den letzten sechs Monaten des vergangenen Jahres der Fall war. Der Preisaufrtrieb hat sich in den letzten Monaten etwas abgeflacht; die deutliche Verringerung der mit dem Einzelhandelspreisindex (RPI) gemessenen Inflationsrate auf etwas mehr als 2 vH im Vorjahresvergleich überzeichnet dies jedoch. Hierin spiegelt sich der Rückgang der Hypothekenzinsen infolge der Leitzinssenkungen wider.

Die britische Regierung hat Anfang Juni zum vierten Mal innerhalb von sechs Monaten eine Senkung des Leitzinses um einen viertel Prozentpunkt veranlaßt. Begründet wurde diese Maßnahme mit der recht günstigen Inflationsentwicklung und dem nur geringen Tempo des Produktionsanstiegs. Aus Sicht der Notenbank weisen allerdings die hohen Zuwachsraten der Geldmengenaggregate auf die Gefahr einer Beschleunigung der Inflationsrate hin, so daß sie eine Verfehlung des Inflationsziels der Regierung befürchtet (Bank of England 1996). Das Ziel ist, daß die mit dem Einzelhandelspreisindex unter Ausschluß der Hypothekenzinsen gemessene Preissteigerungsrate nach Ablauf der kommenden zwei Jahre nicht größer als 2,5 vH ist. Bei dieser Prognose ist unterstellt, daß trotz der im Frühjahr anstehenden Wahlen keine weiteren Leitzinssenkungen erfolgen werden. Zum einen würde eine neuerliche Mißachtung des offenen Widerstands der Notenbank gegen eine solche Maßnahme das Vertrauen der Kapitalmärkte in die Stabilitätsorientierung der britischen Regierung stark beeinträchtigen. Zum anderen ist zu erwarten, daß bald Anzeichen einer merklichen Belebung der Produktion sichtbar werden dürften. Für bald nach der Wahl ist angesichts der Beschleunigung des Produktionsanstiegs sogar mit Anhebungen des Leitzinses zu rechnen.

Von der Fiskalpolitik gehen in diesem Jahr im Vereinigten Königreich weder expansive noch restriktive Wirkungen auf die wirtschaftliche Entwicklung aus. Obwohl das Budgetdefizit mit 3,5 vH in Relation zum Bruttoinlandsprodukt voraussichtlich abermals höher ausfallen wird als geplant, sind im Vorfeld der Parlamentswahlen keine restriktiven Maßnahmen der Regierungen zu erwarten. Statt dessen wird wohl im Budget für das nächste Jahr, das im November verabschiedet wird, sogar eine geringfügige Steuersenkung angekündigt werden, um die Wahlchancen der Regierung im Frühjahr 1997 zu erhöhen. Insgesamt wird die Fiskalpolitik im Prognosezeitraum neutral auf die Konjunktur wirken.

Unter diesen Rahmenbedingungen ist für das Vereinigte Königreich im weiteren Verlauf dieses Jahres ein beschleunigter Anstieg des Bruttoinlandsprodukts wahrscheinlich. Die retardierenden Einflüsse von der Lagerentwicklung werden an Bedeutung verlieren. Die Zahl der Beschäftigten wird zunehmen und die Lohnzuwächse werden sich etwas erhöhen, so daß der private Konsum kräftig expandieren wird. Auch die Investitionstätigkeit wird sich aufgrund guter Ertragsaussichten beleben. Angesichts der kräftigen Ausweitung der Inlandsnachfrage werden die Importe merklich ausgedehnt werden. Die Exporte werden wegen der sich verbessernden konjunkturellen Lage im restlichen Westeuropa ebenfalls anziehen. Das Bruttoinlandsprodukt wird in diesem Jahr um knapp 2 vH und im nächsten um etwa 3 vH über dem Niveau im jeweiligen Vorjahr liegen. Die mit dem Einzelhandelspreisindex gemessene Inflationsrate dürfte sich im nächsten Jahr merklich erhöhen. Zum einen wird der starke Anstieg des privaten Konsums den Preiserhöhungsspielraum der Unternehmen vergrößern. Zum anderen wird sich der Rückgang der Hypothekenzinsen nicht mehr in dem zuletzt beobachteten Maße fortsetzen; für das nächste Jahr ist sogar mit einem Anziehen zu rechnen, da eine Erhöhung der Leitzinsen wahrscheinlich ist, die sich erfahrungsgemäß unmittelbar auf das Niveau der Hypothekenzinsen auswirkt. So ist für 1997 eine Inflationsrate von 3,5 vH nach 2,5 vH in diesem Jahr zu erwarten.

Geld- und Finanzpolitik dämpfen wirtschaftliche Aktivität in Italien

In Italien hat das Bruttoinlandsprodukt im ersten Halbjahr dieses Jahres annähernd stagniert. Damit wurde die Produktion der schwachen Nachfrage angepaßt, die schon in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres zu einem merklichen Anstieg der Lagerbestände geführt hatte. Der private Konsum wurde von der hohen Arbeitslosigkeit und der restriktiven Fiskalpolitik beeinträchtigt; er nahm nur mäßig zu. Eingeschränkt wurden die Ausrüstungsinvestitionen. Die Absatz- und Ertragserwartungen der Unternehmen haben sich angesichts der Liraufwertung in den letzten zwölf Monaten spürbar verschlechtert. Die Ausfuhren haben – nach ihrem Rückgang in der zweiten Hälfte des Jahres 1995 – wieder leicht zugenommen. Sie werden aber weiterhin durch die Höherbewertung der Lira beeinträchtigt. Der Preisauftrieb hat merklich nachgelassen. Dies ist zum einen auf den schwachen privaten Konsum, zum anderen auf die infolge des Wertzuwachses der italienischen Währung fallenden Importpreise zurückzuführen. Verstärkt wird diese Entwicklung durch die von der Regierung verordnete umfangreiche Senkung bzw. Nichterhöhung administrierter Preise. Die Inflationsrate betrug im August knapp 3,5 vH.

Die italienische Notenbank hat im Juli den Diskontsatz um dreiviertel Prozentpunkte auf 8,25 % gesenkt. Vorher hatte sie diesen Leitzins über ein Jahr konstant gehalten, wobei sich allerdings die kurzfristigen Marktzinsen seit Herbst vergangenen Jahres bereits um etwa zwei Prozentpunkte verringert hatten. Die Entwicklung der Geldmengenaggregate deutet jedoch auf eine fortgesetzt restriktive Wirkung der Geldpolitik hin. Zwar hat sich die Expansion von M2 etwas belebt; sie liegt aber nur etwa 4 vH über ihrem Niveau zwölf

Monate zuvor. Zudem stagniert M1 in der Grundtendenz. Für die nächste Zeit sind weitere Zinssenkungen wahrscheinlich. Sie werden sich aber wohl in engen Grenzen halten, da nur noch mit einem geringfügigen Rückgang der Inflationsrate zu rechnen ist. Der Effekt der niedrigeren Importpreise wird an Bedeutung verlieren, und die Kosten der Unternehmen dürften sich aufgrund der rascher steigenden Löhne stärker erhöhen. So wird die Geldpolitik, wenn auch in etwas geringerem Ausmaß als zuvor, die Konjunktur dämpfen.

Die Fiskalpolitik wird über den Prognosezeitraum auf eine Verringerung des Budgetdefizits ausgerichtet sein, um es dem Referenzwert für die Teilnahme an der Europäischen Währungsunion anzunähern. Zwar ist das Ziel aufgegeben worden, den Fehlbetrag bis 1997 auf eine Größenordnung abzusenken, die 3 vH des Bruttoinlandsprodukts entspricht. Trotzdem sind für das nächste Jahr Maßnahmen sowohl zur Dämpfung des Anstiegs der Ausgaben als auch zur raschen Ausweitung der Einnahmen des Staates zu erwarten. In welcher Form sie erfolgen und welchen Umfang sie haben werden, ist derzeit nicht absehbar. Für diese Prognose ist unterstellt, daß die Fiskalpolitik in etwa gleichem Maße restriktiv wirken wird wie in den beiden vergangenen Jahren.

Bei diesen wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen wird die Inlandsnachfrage im weiteren Verlauf dieses und im nächsten Jahr allenfalls schwach zunehmen. Der private Konsum wird zwar durch die stärkeren Lohnzuwächse ange-regt. Allerdings wird seine Expansion mäßig bleiben; die hohe Arbeitslosigkeit und die restriktive Fiskalpolitik belasten das Konsumklima. Ein deutlicher Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen ist für die zweite Hälfte dieses Jahres zu erwarten, da die steuerliche Begünstigung reinvestierter Gewinne im Frühjahr zu Ende gegangen ist. Frühestens im nächsten Jahr dürfte hier eine Erholung einsetzen. Dagegen wird sich bei den Bauinvestitionen der im letzten Jahr begonnene Erholungsprozeß fortsetzen, zumal die Ausgaben des Staates in diesem Bereich trotz des allgemeinen Sparkurses ausgeweitet werden. Der Anstieg der Exporte dürfte sich merklich beschleunigen, da sich die Absatzchancen besonders in Westeuropa infolge der dortigen konjunkturellen Aufwärtsbewegung verbessern dürften. Belastend wird allerdings der höhere Lirakurs wirken. Angesichts der schwachen Inlandsnachfrage werden die Importe allenfalls geringfügig expandieren. Das Bruttoinlandsprodukt wird in diesem Jahr um 0,5 vH und 1997 um knapp 2 vH über dem Niveau des jeweiligen Vorjahres liegen. Der Preisauftrieb wird sich vorerst noch etwas beruhigen. Weil die preisdämpfenden Effekte der Aufwertung allmählich geringer werden und der Lohnanstieg sich beschleunigt, wird die Inflationsrate im nächsten Jahr aber immer noch 3 vH – nach rund 4 vH in diesem Jahr – betragen.

Ausblick: Aufschwung gewinnt an Breite

Die konjunkturelle Aufwärtsbewegung in den Industrieländern wird sich im weiteren Verlauf dieses Jahres und auch 1997 fortsetzen. Ausschlaggebend hierfür ist der Kurs der Geldpolitik. In Westeuropa gibt sie der Konjunktur kräftige Impulse. Einige Zentralbanken senkten im Sommer nochmals die Leitzinsen, und die Expansion der Geldmengenaggregate hat sich zumeist beschleunigt.

Ähnlich ist der Kurs der japanischen Zentralbank zu beurteilen. Die unverändert niedrigen Zinsen, die gestiegene Zinsdifferenz sowie das kräftige Zuwachs der Geldmenge M1 lassen auf anhaltend expansive Einflüsse der Geldpolitik schließen. Lediglich in den Vereinigten Staaten ist dies nicht der Fall. Hier wirkt sich die Politik der Notenbank eher noch dämpfend auf die wirtschaftliche Aktivität aus.

Die Fiskalpolitik in den Industrieländern wird dagegen im Prognosezeitraum überwiegend restriktiv wirken. Am wenigsten gilt dies für die Vereinigten Staaten, auch wenn die Regierung dort weiterhin um eine Konsolidierung des Haushalts bemüht ist. In Japan dürfte die Fiskalpolitik in absehbarer Zukunft die wirtschaftliche Aktivität leicht dämpfen, weil die Regierung auf die durch die wiederholten Konjunkturprogramme der vergangenen Jahre stark gestiegene Staatsverschuldung reagiert. In Westeuropa steht bei der Reduktion der gesamtstaatlichen Defizite das Bestreben im Vordergrund, die Referenzwerte des Vertrags von Maastricht zu erfüllen.

Bei diesen Rahmenbedingungen wird sich der Aufschwung in den Industrieländern insgesamt fortsetzen. Für Westeuropa ist aufgrund der merklichen geldpolitischen Impulse sogar eine beschleunigte Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion wahrscheinlich. In den Vereinigten Staaten wird die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts in etwa der des Produktionspotentials entsprechen. Für Japan ist nach dem unstetigen Verlauf der Konjunktur im ersten Halbjahr zu erwarten, daß die Produktion etwas stärker als das Potential ausgedehnt wird. Das Bruttoinlandsprodukt der Industrieländer insgesamt wird in diesem wie im nächsten Jahr um jeweils knapp 2,5 vH zunehmen (Tabelle 1). Der Preisauftrieb bleibt gering. Sowohl 1996 als auch 1997 wird die Inflationsrate rund 2 vH betragen.

Die Expansion des Welthandels hat sich – hauptsächlich wegen der vorübergehenden konjunkturellen Stockung in Westeuropa zu Beginn dieses Jahres – etwas verlangsamt. Er wird in diesem Jahr nur noch eine Steigerungsrate von etwa 7 vH aufweisen, nach 9 vH im vergangenen Jahr. Mit der konjunkturellen Belebung in den Industrieländern wird der internationale Warenaustausch wieder beschleunigt ausgedehnt. Für das kommende Jahr ist eine Zuwachsrate von rund 9 vH wahrscheinlich. Dabei bleiben die Impulse seitens der Entwicklungs- und Schwellenländer stark, und die Importe Mittel- und Osteuropas nehmen leicht beschleunigt zu.

Kann die Geldpolitik durch mehr Inflation die Arbeitslosigkeit verringern?

Trotz des konjunkturellen Aufschwungs wird die Arbeitslosigkeit in Westeuropa 1997 kaum zurückgehen. Vielfach wird behauptet, die Geldpolitik sei zu eng oder sei zumindest zu lange mit dem Ziel betrieben worden, die Inflation zu verringern. Dies verhindere einen kräftigeren Aufschwung und erhöhe nachhaltig die Arbeitslosigkeit (Krugman 1996: 20). Dieser Aussage liegen Vorstellungen über die „Phillips-Kurve“ zugrunde, nach der ein negativer Zusam-

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	11,2	2,9	1,9	1,1	2,4	3,0	1,9	1,5	1,6
Frankreich	7,1	2,8	2,2	1,2	2,7	1,7	1,8	2,0	2,0
Vereinigtes Königreich	5,1	3,9	2,4	2,1	3,0	2,5	3,4	2,5	3,5
Italien	5,1	2,1	3,0	0,5	1,8	4,0	5,4	3,9	3,0
Spanien	2,6	2,1	3,0	2,0	3,0	4,7	4,7	3,5	3,0
Niederlande	1,8	3,4	2,1	3,0	3,0	2,8	1,9	2,0	2,0
Belgien	1,3	2,2	1,9	1,5	2,5	2,4	1,5	2,0	2,0
Österreich	1,1	3,0	1,8	1,5	2,5	3,0	2,2	1,5	1,5
Schweden	1,1	2,6	3,0	1,5	2,5	2,2	2,5	0,5	2,0
Dänemark	0,8	4,4	2,6	1,5	3,0	2,0	2,1	2,0	2,0
Finnland	0,6	4,4	4,2	2,0	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	8,5	7,5
Portugal	0,5	0,9	2,5	2,5	2,5	5,2	4,1	3,0	3,0
Irland	0,3	6,7	7,7	6,0	5,0	2,3	2,6	2,0	2,5
Luxemburg	0,1	3,3	3,7	2,0	3,0	2,2	1,9	1,0	1,5
Europäische Union	39,2	2,9	2,4	1,4	2,6	2,9	2,8	2,3	2,3
Schweiz	1,4	1,0	0,1	0,0	2,0	0,8	1,8	1,0	1,5
Norwegen	0,7	5,7	3,7	3,5	3,0	1,4	2,5	1,0	2,0
Westeuropa	41,3	2,9	2,3	1,4	2,6	2,8	2,8	2,2	2,3
Vereinigte Staaten	32,3	3,5	2,0	2,4	2,2	2,6	2,8	2,9	2,7
Japan	23,8	0,5	0,9	3,7	1,8	0,7	-0,1	0,0	0,5
Kanada	2,6	4,1	2,3	1,5	2,6	0,2	2,2	1,5	2,0
Länder insgesamt	100,0	2,5	1,9	2,3	2,3	2,2	2,1	1,9	2,0

^a Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts von 1995. – ^b Teilweise geschätzt. – ^c Prognose.

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

menhang zwischen der Arbeitslosenquote und der Inflationsrate besteht.³ Die Phillips-Kurve wird vielfach als eine Wahlmöglichkeit für die Wirtschaftspolitik interpretiert, durch mehr Inflation einen höheren Beschäftigungsgrad „erkauften“ zu können: Durch die Beschleunigung der Inflation soll der Reallohn gesenkt und somit die Nachfrage nach Arbeitskräften erhöht und die Arbeitslosigkeit verringert werden. Kritisiert wurde der Ansatz vor allem deshalb, weil

³ Phillips (1958) hat den Zusammenhang zwischen der Arbeitslosenquote und dem Anstieg der Nominallöhne für das Vereinigte Königreich im Zeitraum 1861–1957 dargestellt. Wegen der hohen Korrelation zwischen Lohnzuwachs und Inflationsrate wurde die Beziehung entsprechend umgeformt. Die so abgeleitete Phillips-Kurve wurde dann in die wirtschaftspolitischen Diskussion, zunächst vor allem in den Vereinigten Staaten, eingeführt. Beispielsweise erschien eine Darstellung mit den entsprechenden Daten für die Vereinigten Staaten im Bericht des Council of Economic Advisors (1969: 95).

er voraussetzt, daß Geldillusion herrscht.⁴ Wenn die Arbeitnehmer das Zurückbleiben der Reallöhne aber nicht hinnehmen und bei ihren Lohnforderungen die höhere Inflation berücksichtigen, kann die Politik keinen nachhaltigen Erfolg haben: Die Arbeitslosigkeit bleibt auf mittlere Sicht unverändert, und die Inflationsrate ist wegen der expansiven Geldpolitik höher.⁵

In der aktuellen Debatte über die geeignete Wirtschaftspolitik wird auch ein anderer Zusammenhang zwischen Inflation und Arbeitslosenquote diskutiert. Danach könne die Arbeitslosigkeit durch eine expansive Geldpolitik auf eine bestimmte Quote gesenkt werden, ohne daß sich die Inflation beschleunigt. Vielfach werden die zyklisch bedingte Arbeitslosigkeit und die Unterauslastung der Kapazitäten in Westeuropa und auch in Japan für so groß gehalten, daß Inflationsgefahren nicht entstehen könnten. Deshalb sollten die Notenbanken die Zinsen noch weiter senken, bis die sogenannte NAIRU (Nonaccelerating inflation rate of unemployment) erreicht sei. Dagegen wird für die Vereinigten Staaten die Wahrscheinlichkeit als hoch eingeschätzt, daß die Inflation sich demnächst beschleunigt, weil die Arbeitslosenquote auf ein im Vergleich zu früheren Aufschwungsphasen sehr niedriges Niveau gesunken sei; dort sei die NAIRU also bereits erreicht oder sogar unterschritten.

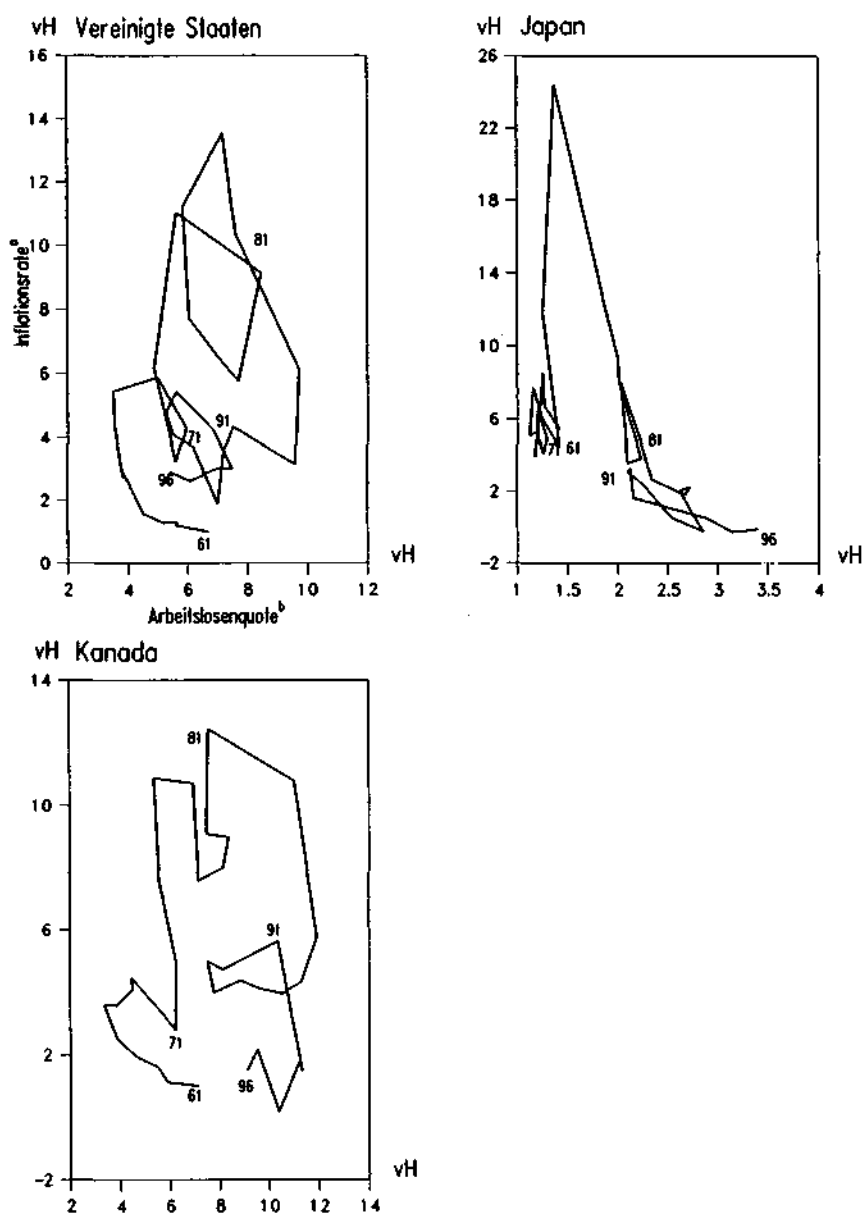
Bestehen tatsächlich Zusammenhänge zwischen Arbeitslosigkeit und Inflation für die Industrieländer, und welche Schlußfolgerungen ergeben sich daraus für die Geldpolitik einerseits und für die Konjunkturprognose andererseits? Der Befund für die G7-Staaten läßt eine eindeutige Beziehung zwischen den beiden Größen für den Zeitraum 1961 bis 1996 nicht erkennen (Schaubild 2). In kürzeren Zeitperioden zeigt sich zwar häufig ein negativer Zusammenhang, doch hat sich die Lage der Kurven zumeist verändert (Lucas 1996). Ein Grund hierfür ist, daß es in dem betrachteten Zeitraum Perioden mit unterschiedlich hohen Inflationsraten gab. Beispielsweise liegen die Beobachtungspunkte für die siebziger Jahre zumeist oberhalb derjenigen für die sechziger Jahre.⁶ Ferner hat sich fast überall die Arbeitslosigkeit im Trend erhöht. Um Aussagen über kurzfristig – also etwa über einen Konjunkturzyklus – vorhandene Zusammenhänge machen zu können, erscheint es sinnvoll, die Inflationsraten und die Arbeitslosenquoten jeweils getrennt als Zeitreihe gegenüberzustellen (Schaubild 3).

⁴ Friedman (1968) und vor allem Lucas (1973) kritisierten diesen Ansatz. Die Verbindung zwischen einer nominalen Größe (Inflation) und einer realen Größe (Arbeitslosigkeit) widerspreche der zumindest in der klassischen Nationalökonomie üblichen Annahme der langfristigen Neutralität des Geldes.

⁵ Wegen des beschriebenen Ablaufs kann es statt der Bewegung auf einer negativ geneigten Kurve zu einer „Schleife“ kommen. Sie vergrößert sich in aller Regel dadurch, daß die Geldpolitik in der Hochkonjunktur einen restriktiven Kurs einschlägt, der die Arbeitslosigkeit vorübergehend über das Trendniveau hinaus ansteigen läßt.

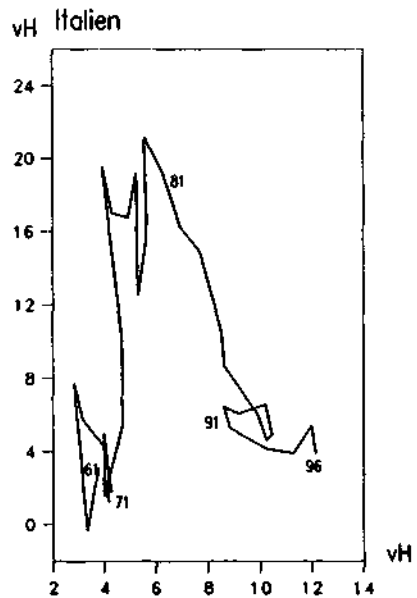
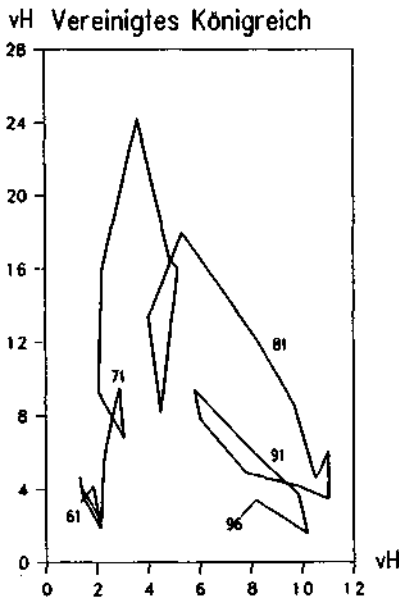
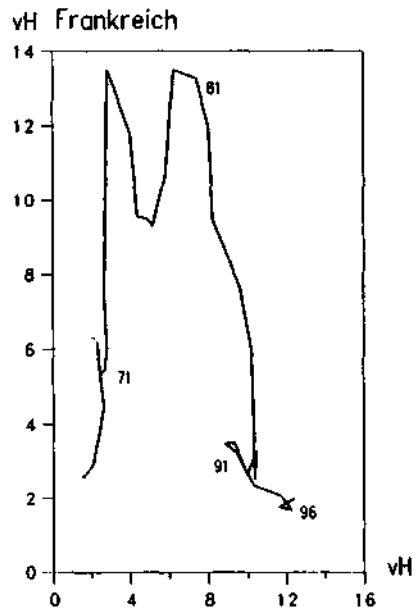
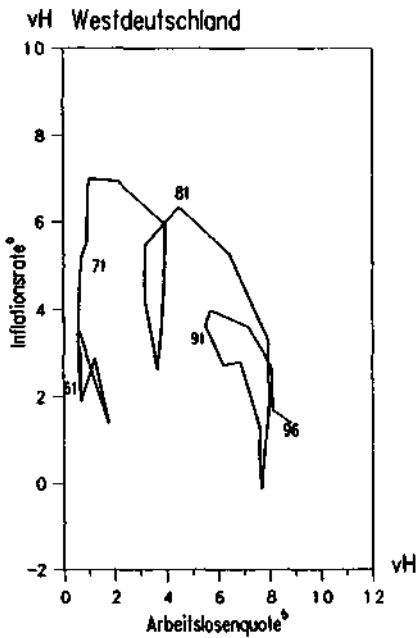
⁶ Die Phillips-Kurve verlagert sich mit Änderungen der Inflationsraten bzw. -erwartungen (expectations-augmented Phillips curve): Wenn die erwartete Inflationsrate höher ist, verschiebt sich die Kurve nach oben.

Schaubild 2 – Die „Phillips-Kurve“ in den großen Industrieländern 1961–1996



^a Veränderung der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahr in vH. – ^b Zahl der Arbeitslosen in vH der Zahl der Erwerbspersonen.

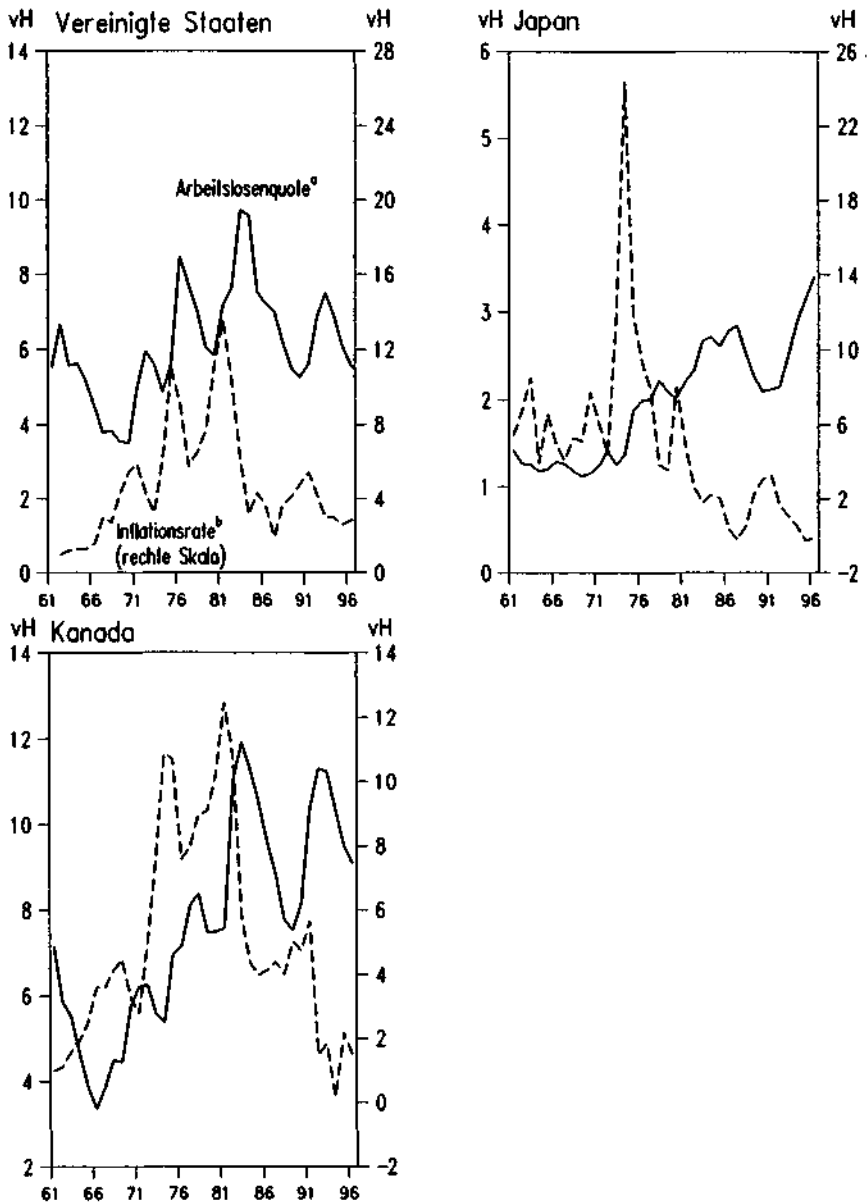
noch Schaubild 2 – Die „Phillips-Kurve“ in den großen Industrieländern 1961–1996



^a Veränderung der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahr in vH. – ^b Zahl der Arbeitslosen in vH der Zahl der Erwerbspersonen.

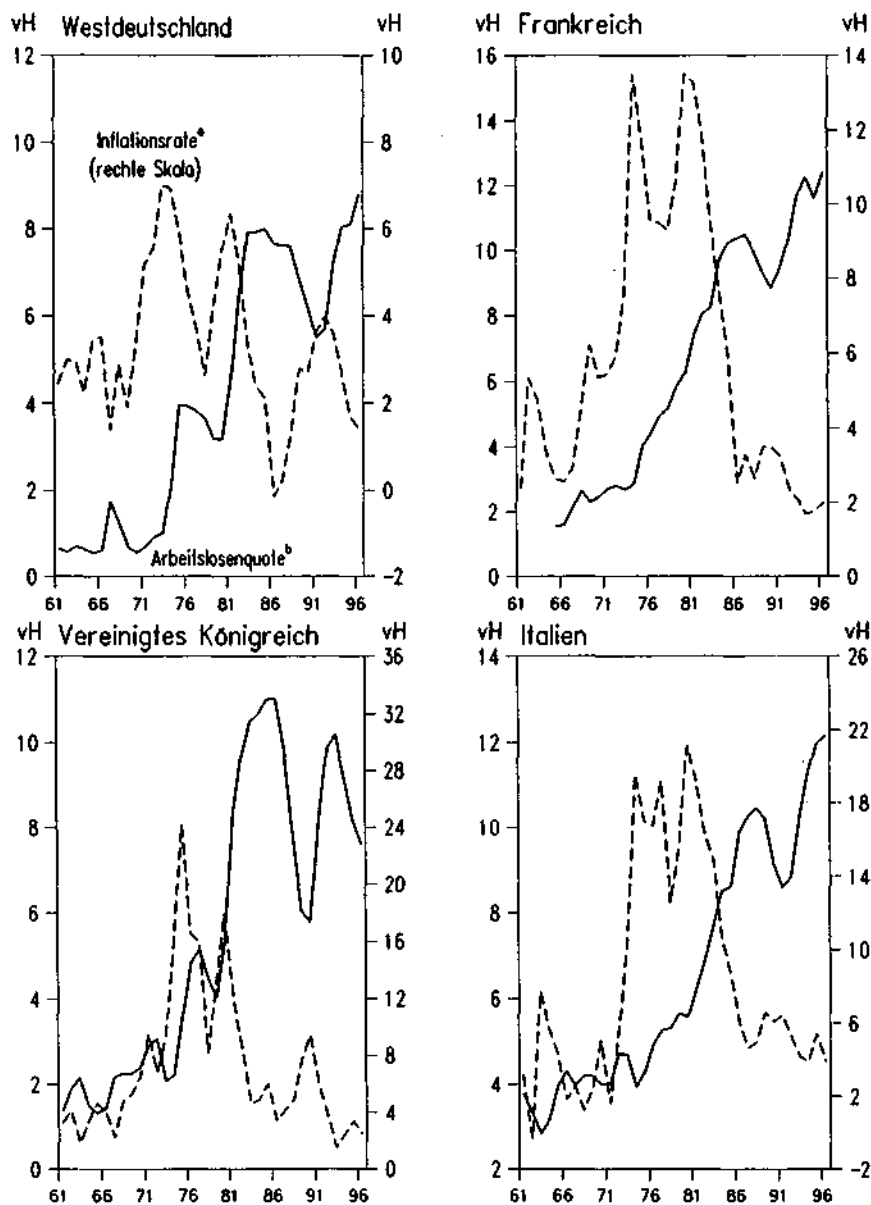


Schaubild 3 – Arbeitslosenquote und Inflationsrate in den großen Industrieländern 1961–1996



^a Zahl der Arbeitslosen in vH der Zahl der Erwerbspersonen. – ^b Veränderung der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahr in vH.

noch Schaubild 3 – Arbeitslosenquote und Inflationsrate in den großen Industrieländern 1961–1996



^a Veränderung der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahr in vH. – ^b Zahl der Arbeitslosen in vH der Zahl der Erwerbspersonen.

Es zeigen sich in dieser Darstellung Korrelationen, die von Land zu Land und auch für die einzelnen Länder im Zeitablauf äußerst unterschiedlich sind:

- In den *Vereinigten Staaten* hatte die Entwicklung in den sechziger Jahren einen negativen Zusammenhang suggeriert, als bei leicht zunehmender Inflation die Arbeitslosigkeit fortwährend zurückging. Diese Beobachtungen waren es in erster Linie, die in Modellrechnungen eingingen und zu den genannten Empfehlungen für die Wirtschaftspolitik führten. In der folgenden Dekade kam es allerdings zu einem trendmäßigen Anstieg beider Reihen, überlagert von zyklischen Bewegungen, die nur zeitweise eine negative Korrelation aufwiesen. Ab Mitte der achtziger und in den neunziger Jahren waren Schwankungen der Arbeitslosenquote zwischen 5 und 7 vH zu beobachten, obwohl die Inflationsrate sehr viel weniger variierte als zuvor. Der Rückgang der Arbeitslosigkeit um rund zwei Prozentpunkte nach der Rezession 1990/91 vollzog sich bei fast konstanter Preissteigerungsrate. Ob das derzeitige Niveau der Arbeitslosigkeit Inflationsgefahren signalisiert, läßt sich auf Basis der Beobachtungen nicht eindeutig beantworten; denn in der Vergangenheit setzte die Inflationsbeschleunigung jeweils bei unterschiedlich hohen Arbeitslosenquoten ein (6 vH in den frühen siebziger Jahren, 7 vH fünf Jahre später, 6 vH zur Mitte der achtziger Jahre). Diese Tatsache spricht gegen die These einer konstanten NAIRU.
- Für *Kanada* läßt sich der postulierte negative Zusammenhang ähnlich wie für die Vereinigten Staaten für die erste Hälfte der sechziger Jahre beobachten. In der Zeit danach stiegen Arbeitslosigkeit und Inflation im Trend an und erreichten jeweils zum Beginn der achtziger Jahre ihren Höhepunkt. Nach der Rezession 1980/82 gab es jeweils kurze Zeitabschnitte, in denen sich die Arbeitslosenquote und die Inflationsrate gegenläufig entwickelten.
- In *Japan* hat in den vergangenen 35 Jahren kaum eine Korrelation zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit bestanden. Die massive Inflationsbeschleunigung zur Mitte der siebziger Jahre ging einher mit nahezu konstanter Erwerbslosigkeit. Lediglich seit Ende der achtziger Jahre scheint sich ein negativer Zusammenhang einzustellen; so sank zuletzt die Inflationsrate bei rezessionsbedingt steigender Arbeitslosigkeit.
- In *Deutschland*⁷ ist die Arbeitslosenquote stets in der Folge einer Rezession gestiegen, die Sockelarbeitslosigkeit hat sich im Zeitablauf – beginnend in der Mitte der siebziger Jahre – in mehreren Schüben erhöht. Ein negativer Zusammenhang zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit läßt sich allenfalls für sehr kurze Zeitabschnitte beobachten, und zwar jeweils für den Höhepunkt des Aufschwungs am Ende der siebziger und am Ende der achtziger Jahre. Auch für Westdeutschland kann nicht festgestellt werden, daß die Arbeitslosenquote erst auf ein bestimmtes Niveau sinken muß, damit sich die Inflation beschleunigt; die NAIRU ist nicht konstant, sondern sie hat vielmehr im Zeitablauf zugenommen. Von daher läßt sich – isoliert betrachtet – nicht

⁷ Um die Vergleichbarkeit zu gewährleisten, werden nur Daten für das frühere Bundesgebiet herangezogen.

behaupten, die derzeit hohe Arbeitslosigkeit könne durch eine expansivere Geldpolitik gesenkt werden, ohne daß Inflationsgefahren entstehen. Hätte man sich in der Vergangenheit die jeweils im vorangegangenen Zyklus herrschende Arbeitslosenquote zum Ziel gesetzt, hätte man den Expansionspielraum der Geldpolitik überschätzt, und die jeweilige Inflationsbeschleunigung wäre noch deutlicher ausgefallen.⁸

- Auch für *Frankreich* läßt sich für die meiste Zeit kein negativer Zusammenhang ausmachen. Es gab hier ebenfalls einen trendmäßigen Anstieg der Arbeitslosigkeit, der zwischen der Mitte der siebziger Jahre und der Mitte der achtziger Jahre sogar ununterbrochen anhielt. Nennenswerte Änderungen im Tempo der Zunahme gab es nicht, obwohl sich die Inflation bis zum Beginn der achtziger Jahre auf zweistellige Raten erhöhte und danach drastisch zurückbildete. Seit rund zehn Jahren nimmt die Arbeitslosenquote unter Schwankungen deutlich zu, und die Inflation entwickelte sich nur zeitweise gegenläufig.
- Im *Vereinigten Königreich* gab es mehrere Phasen, in denen der postulierte Zusammenhang zu bestehen schien. Allerdings waren die Elastizitäten äußerst unterschiedlich. Beispielsweise nahm vor der Mitte und gegen Ende der siebziger Jahre die Arbeitslosigkeit nur geringfügig ab, während sich die Inflation kräftig beschleunigte. Auch in den achtziger und in den neunziger Jahren war die Korrelation weitgehend negativ, allerdings erneut mit unterschiedlichen Elastizitäten.
- In *Italien* erhöhte sich die Inflationsrate zwischen 1960 und 1980 deutlich, die Arbeitslosigkeit stieg ebenfalls im Trend an, ohne daß zwischenzeitlich ein negativer Zusammenhang mit der Inflation erkennbar ist. Von 1980 bis 1987 sank die Inflation erheblich, und die Zunahme der Arbeitslosigkeit beschleunigte sich etwas. Gegen Ende der achtziger Jahre kam es zu dem deutlichsten Rückgang der Arbeitslosenquote, obwohl die Inflation nur geringfügig anzog. Danach setzte sich der trendmäßige Anstieg der Arbeitslosigkeit – ähnlich wie in den meisten westeuropäischen Ländern – durch, während sich die Inflationsrate leicht verringerte.

Insgesamt zeigt sich über alle Länder betrachtet kein verlässlicher Zusammenhang, der sich für wirtschaftspolitische Empfehlungen heranziehen ließe. Zwar ist die Korrelation in einigen Phasen – wie behauptet – negativ, häufig aber auch positiv. Zudem sind die Elastizitäten jeweils äußerst unterschiedlich; das bedeutet, daß eine bestimmte Veränderung der Arbeitslosenquote offenbar sowohl mit einer geringen als auch mit einer großen Veränderung der Inflation einhergehen kann. Dies ist ein Indiz dafür, daß sich die Inflationserwartungen unter-

⁸ In der zweiten Hälfte der siebziger Jahre hielten viele Beobachter eine Quote von 1 vH für die NAIRU, obwohl die Arbeitslosigkeit zuvor erheblich gestiegen war. Entsprechend forderten viele Ökonomen die Geld- und Finanzpolitik auf, die Wirtschaft kräftig anzukurbeln. Ähnlich wurde – nach der erneuten sprunghaften Zunahme der Arbeitslosenquote auf damals rund 8 vH – in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre argumentiert, die NAIRU läge nun bei etwa 4 vH. In beiden Fällen basierte der Ratschlag auf, wie sich im nachhinein herausstellte, falschen Annahmen über den Trend der Arbeitslosigkeit.

schiedlich schnell an die Änderungen des geldpolitischen Kurses anpassen. Aufgrund der wiederholten Versuche, den vermeintlich stabilen Zusammenhang der Phillips-Kurve zu nutzen, hat es letztlich eine Verschiebung der jeweiligen kurzfristigen Kurve gegeben.

Daß in bestimmten Phasen des Konjunkturzyklus ein negativer Zusammenhang zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit auftreten kann, versuchen letztlich die meisten Konjunkturtheorien zu beschreiben. Wenn dementsprechend von einer expansiven Geldpolitik reale Effekte ausgehen, sinkt für eine bestimmte Zeit die Arbeitslosigkeit, während die Inflation sich beschleunigt. Dies kann jedoch nicht beliebig fortgeführt werden. Selbst wenn die Geldpolitik nur auf einen neutralen Kurs einschwenkt, kann in der Folge eine positive Korrelation auftreten: Während die inflationären Effekte noch eine Zeitlang nachwirken, steigt die Arbeitslosenquote wieder auf das Trendniveau.⁹

Diese für den Konjunkturzyklus typischen Bewegungen, die allein schon unterschiedliche Korrelationen implizieren, werden überlagert durch Trendeinflüsse. Insbesondere für die westeuropäischen Industrieländer, aber auch für Japan, gilt, daß die Normalauslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten jeweils mit unterschiedlichen Niveaus der Arbeitslosenquote einherging (Gern et al. 1995); in fast jedem Zyklus war die entsprechende Arbeitslosigkeit höher als im vorangegangenen. Dies ist jedoch keine natürliche Gesetzmäßigkeit, denn für die Vereinigten Staaten trifft die Aussage nicht zu.

Ferner ist in den Vereinigten Staaten die Inflationsrate seit Beginn der achtziger Jahre in ähnlichem Ausmaß zurückgeführt worden wie in Westeuropa. Doch liegt die Arbeitslosigkeit in den Vereinigten Staaten derzeit unter dem Niveau, das damals erreicht worden war, während sie in den westeuropäischen Ländern deutlich zunahm. Dies bedeutet, daß die gegenwärtig hohe Arbeitslosigkeit in Westeuropa nicht auf eine vermeintlich restriktive Geldpolitik zurückgeführt werden kann. In fast allen Ländern ging zwar die Inflationsrate seit Beginn der neunziger Jahre zurück und ist derzeit niedrig. Die Inflationserwartungen haben offenbar ebenfalls deutlich abgenommen; Indiz hierfür ist die spürbare Verringerung der langfristigen Zinsen. Von der monetären Seite dürften daher keine restriktiven oder gar deflationären Impulse mehr ausgehen. Dagegen sprechen auch mehrere monetäre Indikatoren wie niedrige kurzfristige Zinsen, eine deutlich positive Zinsdifferenz sowie die seit geraumer Zeit fast überall zunehmende Expansion der Geldmenge.¹⁰ Die Beobachtungen zeigen somit, daß der Trend der Arbeitslosigkeit unabhängig von der Inflationsentwicklung bzw. dem Kurs der Geldpolitik ist. Vielmehr sind realwirtschaftliche Bedingungen entscheidend (zusammengefaßt z. B. bei Gern et al. 1995).

⁹ Auf den am Beginn des Aufschwungs positiven Realkasseneffekt folgt ein negativer, da die reale Geldmenge wegen der verstärkten Inflation abnimmt.

¹⁰ Verschiedene geldpolitische Indikatoren werden von Lapp et al. (1996) diskutiert. Das Ergebnis ist, daß der Kurs der Notenbanken in Westeuropa eher als expansiv anzusehen ist.

Ferner läßt sich für kein Land eine verlässliche Aussage über die NAIRU treffen.¹¹ Selbst in den Vereinigten Staaten ist sie nicht konstant, obwohl sich dort das durchschnittliche Niveau der Arbeitslosigkeit in den vergangenen 35 Jahren vergleichsweise wenig verändert hat. Für die westeuropäischen Länder kann man aus der Entwicklung in der Vergangenheit nicht auf eine NAIRU schließen, weil die Arbeitslosenquote im Trend zugenommen hat. Aus der Höhe der Arbeitslosenquote lassen sich demnach keine Aussagen über die zu erwartende Preisentwicklung ableiten. Ob beispielsweise Inflationsgefahren in den Vereinigten Staaten bestehen, ist nicht abhängig von dem derzeitigen Niveau der Arbeitslosenquote, sondern in erster Linie von der Ausrichtung der Geldpolitik. Die amerikanische Notenbank hat die geldpolitischen Zügel bereits früh – nämlich Anfang 1994 – angezogen und ist seitdem auf einem Kurs, der nicht als expansiv anzusehen ist. Dies verhindert einen spürbaren Anstieg der Inflation, zu dem es beispielsweise in den siebziger Jahren gekommen war, als die Notenbank zu lange auf einem Expansionskurs geblieben war und erst umschaltete, nachdem sich die Inflation beschleunigt hatte.

Ähnliche Argumente gelten bezüglich der Inflationsperspektiven für das Vereinigte Königreich. Maßgeblich ist auch hier die Geldpolitik und nicht die derzeitige Lage auf dem Arbeitsmarkt. Seit geraumer Zeit sind die geldpolitischen Impulse kräftig, was sich an den hohen Zuwachsraten der Geldmengenaggregate (M0 und M4) und der überdurchschnittlich hohen Zinsdifferenz zeigt. Zu Recht betont die Notenbank in ihrem jüngsten „Inflation Report“ daher, daß Risiken bei der Inflationsentwicklung nach oben bestehen (Bank of England 1996:3).

Die Teilnehmer an der Europäischen Währungsunion – die Einschätzung der Finanzmärkte

Gut zwei Jahre vor dem geplanten Start der Europäischen Währungsunion (EWU) besteht noch Unklarheit darüber, welche Länder von Anfang an teilnehmen werden. Nach der Interpretation der im Vertrag von Maastricht aufgestellten Konvergenzkriterien durch die Europäische Kommission werden diese derzeit nur von drei Staaten (Dänemark, Irland und Luxemburg) erfüllt. Allgemein scheint aber erwartet zu werden, daß besonders bei den fiskalpolitischen Kriterien die im Vertrag enthaltenen Interpretationsmöglichkeiten ausgenutzt werden. Somit könnten auch einige Länder, deren Budgetdefizit bzw. deren Staatsverschuldung einen Umfang hat, der mehr als 3 bzw. 60 vH des jeweiligen Bruttoinlandsprodukts entspricht, schon 1999 in den einheitlichen Währungsraum einbezogen werden. Im folgenden soll diskutiert werden, ob Rückschlüsse aus der Entwicklung der Differenzen zwischen den Renditen von Staatsanleihen der potentiellen Teilnehmerländer auf die Erwartungen der Kapitalmärkte bezüglich des wahrscheinlichen Teilnehmerkreises

¹¹ Diese Schlußfolgerung ergibt sich aus der sehr einfachen Betrachtung. Zur Schätzung der NAIRU oder ähnlicher Größen sind auch aufwendigere Untersuchungen vorgenommen worden (vgl. z. B. OECD 1994). Im Prinzip gelten aber auch hier dieselben Unsicherheiten.

gezogen werden können, und wie die monetäre Stabilität in der EWU eingeschätzt wird.

Bei freiem Kapitalverkehr zwischen Staaten – wie er zumindest innerhalb der Gruppe der Industriestaaten und damit auch innerhalb der Europäischen Union herrscht – dürfte eine unterschiedliche nominale Verzinsung von Staatspapieren hauptsächlich darauf zurückzuführen sein, daß Wechselkursänderungen erwartet werden. Den Zusammenhang zwischen Wechselkursänderungen und Zinsdifferenzen verdeutlicht Schaubild 4. Dort ist für die Mitgliedsländer der Europäischen Union¹² die durchschnittliche Veränderung des Wechselkurses der D-Mark zur jeweiligen Landeswährung je Jahr der durchschnittlichen Differenz in den Renditen von Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit zu vergleichbaren deutschen Wertpapieren gegenübergestellt.¹³ Es besteht eine sehr enge positive Korrelation.

Häufig werden solche Renditedifferenzen auch mit der jeweiligen Bonität der Schuldner erklärt. Doch dürfte für die Anleihen westeuropäischer Staaten kaum zutreffen, daß die Risikoprämien unterschiedlich groß sind. Auch im Falle hochverschuldeter Länder wie Belgien und Italien wird von den Kapitalmärkten die Wahrscheinlichkeit eines Staatsbankrotts, also der Nichtbedienung der Schulden, wohl als vernachlässigbar gering eingeschätzt, denn seit dem Zweiten Weltkrieg hat keine Regierung in Westeuropa die Rückzahlung ihrer Schulden verweigert. Gegen die These, die Differenzen beruhten auf Bonitätsunterschieden, spricht auch, daß belgische und italienische Staatsanleihen in deutscher Währung nur geringfügig höher verzinst werden als entsprechende Bundesanleihen.¹⁴

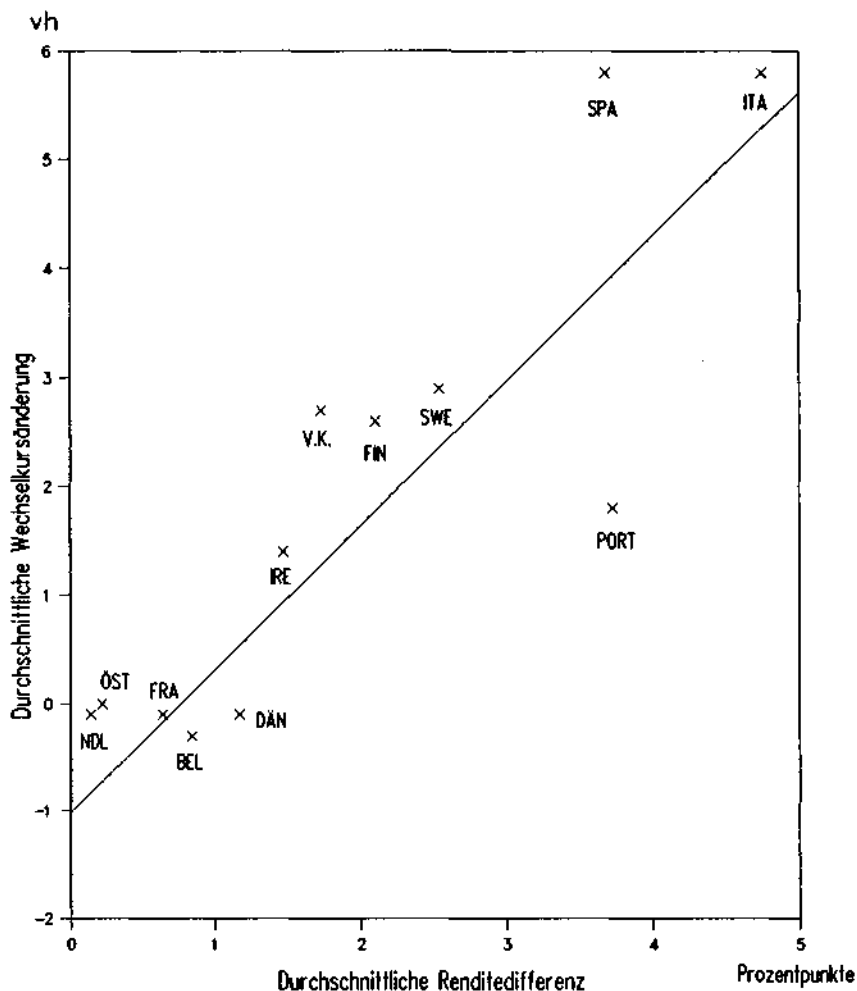
Eineinhalb Jahre vor der für das Frühjahr 1998 vorgesehenen Entscheidung über die Teilnehmer an der Währungsunion, müßte sich an der Entwicklung der Zinsdifferenzen zeigen, welche Länder nach Einschätzung der Kapitalmärkte zu den Gründungsmitgliedern der Europäischen Währungsunion (EWU) gehören werden. Für diese dürften – trotz eventuell bestehender Unterschiede der Inflationsrate – keine merklichen Änderungen des Wechselkurses der Landeswährung gegenüber der D-Mark mehr erwartet werden, auch weil der Vertrag von Maastricht als eine der Voraussetzungen für eine Teilnahme an der EWU eine

¹² In der folgenden Betrachtung konnten Griechenland und Luxemburg nicht berücksichtigt werden, da für diese Länder die erforderlichen Daten nicht zur Verfügung standen.

¹³ Im folgenden wird für die europäischen Länder jeweils die Zinsdifferenz zu deutschen Wertpapieren mit der gleichen Laufzeit gemessen. Die Wahl des Referenzlandes ist für die folgende Betrachtung eigentlich unwichtig. Für die Auswahl Deutschlands sind zwei Gründe ausschlaggebend. Zum einen ist es in der öffentlichen Diskussion unstrittig, daß eine einheitliche europäische Währung ohne eine Beteiligung Deutschlands nicht realisierbar ist bzw. zumindest keinen ökonomischen Sinn ergibt, so daß die Teilnahme Deutschlands an der Währungsunion – sollte diese zustande kommen – als sicher angesehen wird. Zum anderen weist Deutschland seit langer Zeit – abgesehen von kurzen Perioden – die niedrigsten Kapitalmarktzinsen unter den Ländern der Europäischen Union auf.

¹⁴ So beträgt der Renditenunterschied bei Anleihen Belgiens und bei solchen Italiens nur etwa 0,1 vH.

Schaubild 4 – Durchschnittliche jährliche Wechselkursänderungen europäischer Währungen^a und durchschnittliche Renditedifferenzen^b von Januar 1990 bis August 1996^{c, d}



^a Durchschnittliche Veränderung des Wechselkurses der D-Mark zur jeweiligen Landeswährung.-

^b Durchschnittliche Differenz zwischen der Rendite 10jähriger Staatsanleihen in dem jeweiligen Land und derjenigen deutscher Staatsanleihen mit gleicher Laufzeit. Finnland: 7-jährige Staatsanleihe. -

^c Bzw. entsprechend kürzerer Zeitraum bei fehlenden Daten.

^d Berücksichtigte Länder: Belgien(BEL), Dänemark(DAN), Finnland(FIN), Frankreich(FRA), Irland(IRL), Italien(ITA), Niederlande(NDL), Österreich(ÖST), Portugal(POR), Schweden(SWE), Spanien(SPA), und Vereinigtes Königreich(V.K.).



ausreichende Stabilität der Wechselkurse voraussetzt.¹⁵ Somit sollten – wegen des in Schaubild 4 ersichtlichen Zusammenhangs – die langfristigen Zinsen auf den jeweiligen nationalen Kapitalmärkten den Zinsen deutscher Anleihen mit gleicher Laufzeit weitgehend entsprechen, wenn mit einer Teilnahme an der Europäischen Währungsunion gerechnet wird. Je größer die Zinsdifferenz zu deutschen Wertpapieren ist, desto unwahrscheinlicher müßte aus Sicht der Akteure am Kapitalmarkt die Teilnahme des jeweiligen Landes an der Währungsunion sein.

Bei den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen ist seit Frühjahr 1995 eine merkliche Verringerung der Differenz zu den Renditen deutscher Anleihen festzustellen (Schaubild 5); eine Ausnahme bildet hier das Vereinigte Königreich. Für die Niederlande und Österreich bestehen schon seit geraumer Zeit nur geringe Unterschiede. Diese allgemeine Entwicklung deutet darauf hin, daß das Ausmaß der vom Markt erwarteten Wechselkursänderungen sich merklich verringert hat. Eine Erklärung hierfür ist, daß inzwischen die Wahrscheinlichkeit der Realisierung einer Währungsunion höher eingeschätzt wird als noch vor eineinhalb Jahren.

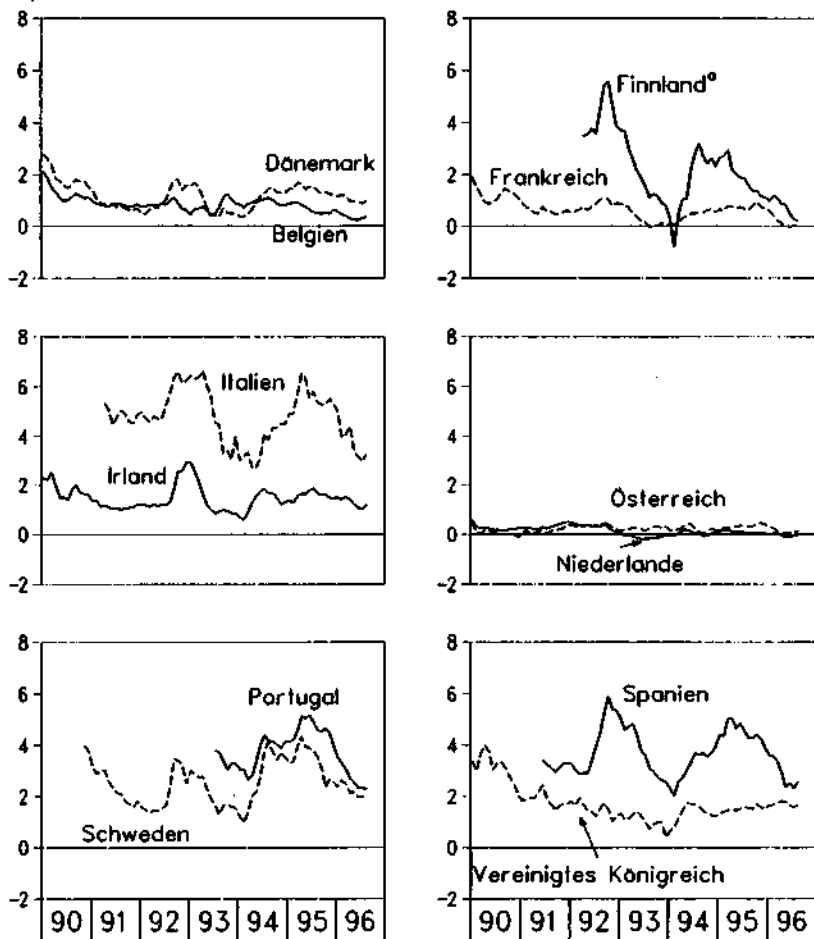
Betrachtet man die Höhe der Renditedifferenz am aktuellen Rand, so kann man mehrere Ländergruppen unterscheiden. Die erste Gruppe bilden diejenigen Länder, die schon über einen längeren Zeitraum nur einen nominalen Renditevorsprung von deutlich weniger als einen Prozentpunkt aufweisen (Niederlande und Österreich). In diesen Ländern folgen die Notenbanken schon seit einigen Jahren sehr eng der Geldpolitik der Deutschen Bundesbank, was nahezu konstante Wechselkurse zwischen den Landeswährungen und der D-Mark zur Folge hatte. Die nächste Gruppe bilden Belgien, Finnland¹⁶ und Frankreich, wo sich die Renditen langfristiger Anleihen erst in der jüngeren Vergangenheit dem deutschen Niveau angenähert haben. Diese Länder scheinen vom internationalen Kapitalmarkt derzeit als potentielle Kandidaten für eine sofortige Teilnahme eingeschätzt zu werden. Als etwas größer wird dagegen wohl das Risiko im Hinblick auf Dänemark und auf Irland angesehen, deren Staatsanleihen um etwas mehr als einen Prozentpunkt höher rentieren als die vergleichbaren deutschen Papiere. Diese Einschätzung ist etwas überraschend, da diese beiden Länder neben Luxemburg die einzigen Anwärter sind, die nach dem jetzigen Stand der Interpretation die Eintrittskriterien erfüllen. Im Fall Dänemarks dürfte dies darauf zurückzuführen sein, daß dort vor dem Eintritt in die Währungsunion eine neuerliche Volksabstimmung durchgeführt werden muß, deren Ausgang als unsicher gilt. Für Irland dürfte der Grund für diese relativ große Differenz

¹⁵ Unabhängig davon, wie die übrigen Konvergenzkriterien ausgelegt werden, ist die Stabilität der Wechselkurse Ausdruck dafür, inwieweit die Märkte die Konvergenz der Volkswirtschaft als ausreichend für eine Währungsunion ansehen. Deshalb wird hier die Annahme getroffen, daß ein Land, dessen Währung in der nächsten Zeit noch einmal merklich abgewertet wird, nicht sofort an der EWU teilnehmen kann.

¹⁶ Für Finnland waren nur Daten für Anleihen mit 7 Jahren Laufzeit verfügbar, so daß für dieses Land deutsche Anleihen mit der gleichen Fälligkeit als Vergleichsmaßstab herangezogen wurden.

Schaubild 5 – Renditedifferenzen von Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit in den EU-Ländern zu deutschen Anleihen 1990–1996

Prozentpunkte



^a Finnland: Renditedifferenz siebenjähriger Staatsanleihen zu deutschen Wertpapieren mit gleicher Laufzeit.



in der Vermutung liegen, daß Irland wegen seiner engen Handelsverflechtungen mit dem Vereinigten Königreich nicht im Alleingang teilnehmen wird.¹⁷

Die anderen hier betrachteten Länder (Italien, Portugal, Schweden, Spanien und das Vereinigte Königreich) weisen derzeit bei zehnjährigen Staatsanleihen eine Renditedifferenz von mehr als zwei Prozentpunkten gegenüber Deutschland auf. Dies deutet darauf hin, daß die Kapitalmärkte diesen Ländern nur geringe Chancen für eine Teilnahme an der Währungsunion von 1999 an einräumen; offenbar werden hier noch erhebliche Wechselkursrisiken gesehen. Dieses Urteil gründet sich wohl darauf, daß diese EU-Mitglieder mehrere der Konvergenzkriterien nicht erfüllen. Einen Sonderfall stellt offensichtlich das Vereinigte Königreich dar. Hier ist in den vergangenen eineinhalb Jahren keinerlei Konvergenz der langfristigen Zinsen an das Niveau der deutschen Renditen feststellbar. Die Renditedifferenz zwischen britischen und deutschen Staatsanleihen liegt seit 1991 – mit der Ausnahme der zweiten Hälfte von 1993 – zwischen einem und zwei Prozentpunkten. Eine Erklärung dafür mag sein, daß die Kapitalmärkte von Anfang an erwartet haben, das Pfund Sterling werde auch nach 1999 eine eigenständige Währung bleiben.

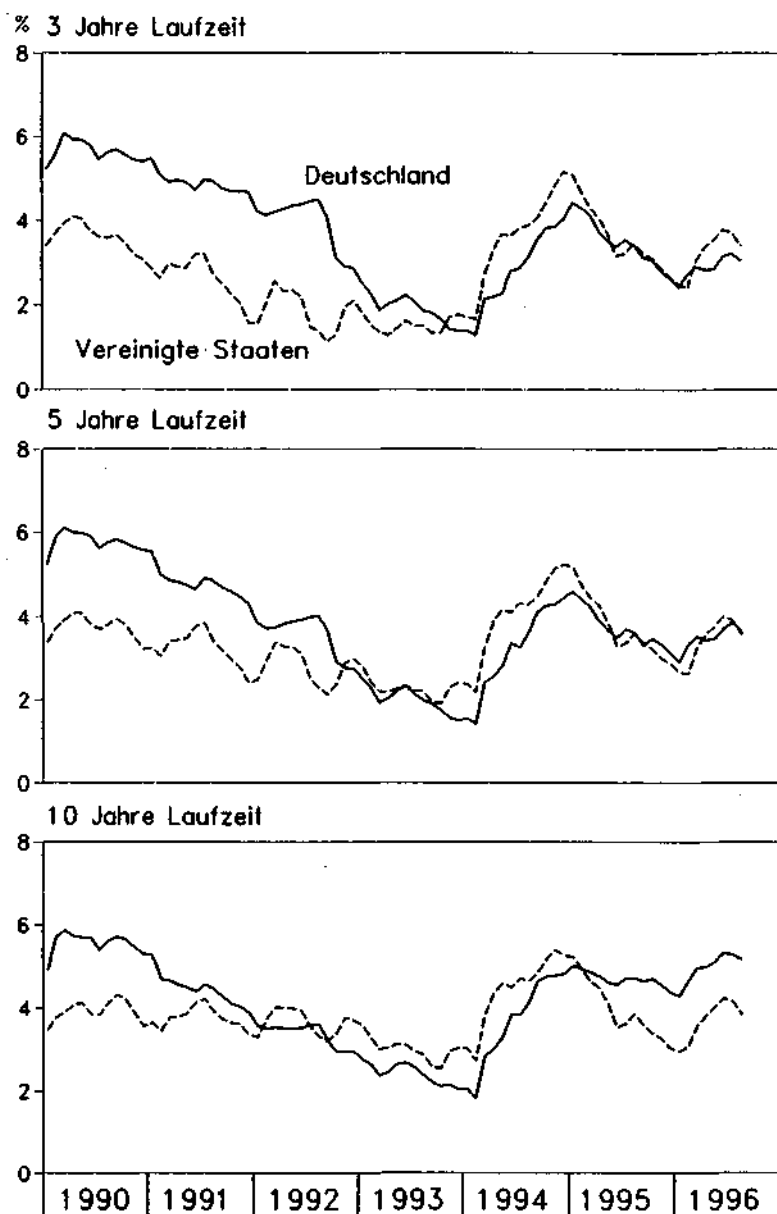
Aus der Entwicklung der Kapitalmarktzinsen läßt sich möglicherweise auch ableiten, wieviel Vertrauen die Kapitalmärkte in die Stabilität der Währung der EWU, des Euro, haben. Dazu sollen repräsentativ die Realzinsen in Deutschland mit denjenigen in den Vereinigten Staaten verglichen werden. Die Realzinsen sind die Differenz zwischen der nominalen Rendite und den Inflationserwartungen. Da letztere nicht direkt beobachtet werden können, müssen sie geschätzt werden.¹⁸

In Schaubild 6 ist die erwartete reale Verzinsung deutscher und amerikanischer Staatsanleihen mit Restlaufzeiten von drei, fünf und zehn Jahren für den Zeitraum 1990 bis 1996 dargestellt. Am Beginn der neunziger Jahre lagen die deutschen Realzinsen bei allen hier betrachteten Laufzeiten über den amerikanischen, ein Umstand, der vermutlich auf Unsicherheiten im Zusammenhang mit der deutschen Vereinigung zurückzuführen ist. In der Zeit danach hat sich das Niveau der Realzinsen in den beiden Ländern einander angenähert. Bei den Wertpapieren mit Laufzeiten von drei und fünf Jahren stimmt das reale Zinsniveau auf den beiden Kapitalmärkten bis zuletzt fast überein; bei den zehnjährigen Staatsanleihen hat sich allerdings seit Anfang 1995 ein deutlicher Anstieg der

¹⁷ Eine aktuelle Untersuchung kommt allerdings zu dem Ergebnis, daß die irische Wirtschaft auch ohne eine Teilnahme des Vereinigten Königreichs von einer Mitgliedschaft in der EWU profitieren würde (Baker et al. 1996). So erscheint es nicht als unmöglich, daß Irland auch ohne den Nachbarstaat der EWU beitrifft.

¹⁸ Hierzu wird – wie es auch häufiger in der Literatur geschieht – der Hodrick-Prescott-Filter herangezogen. Dabei wird der mit Hilfe dieser Methode berechnete Trend (glatte Komponente) der Preissteigerungsrate im Vorjahresvergleich der erwarteten Inflationsrate gleichgesetzt. Krämer (1996: 4-6) vergleicht die auf diese Weise ermittelten Inflationserwartungen für das Vereinigte Königreich mit denjenigen, die aus der Differenz zwischen der Rendite indexierter und denjenigen herkömmlicher Bonds abgeleitet werden können. Hierbei ergeben sich keine gravierenden Unterschiede.

Schaubild 6 – Erwartete Realverzinsung^a für Staatsanleihen mit verschiedenen Laufzeiten in Deutschland und in den Vereinigten Staaten 1990–1996



^a Berechnung siehe Text.

erwarteten realen Verzinsung in Deutschland in Relation zu derjenigen in den Vereinigten Staaten ergeben.

Diese Differenz könnte zum Beispiel darauf zurückzuführen sein, daß nach der kräftigen realen Abwertung des Dollar im Verlauf des Jahres 1994 und in den ersten Monaten von 1995 an den Märkten eine Gegenbewegung des Wechselkurses erwartet wird. Dieser Erklärung widerspricht aber, daß sich nur die zehnjährigen realen Renditen unterscheiden, und nicht diejenigen von Papieren mit kürzeren Laufzeiten. Wäre die Erwartung einer realen Aufwertung der Grund für die unterschiedliche Entwicklung der Renditen gewesen, müßte sich dies auch in den kürzeren Laufzeiten niederschlagen, da eine solche Wechselkursänderung eher für die nähere Zukunft prognostiziert würde.

Eine plausible Interpretation ist vielmehr, daß dieser Unterschied in den Renditen einen Risikoaufschlag für die Unsicherheit im Zusammenhang mit der Einführung einer einheitlichen Währung in Europa darstellt. Die Währungsunion wird frühestens in gut zwei Jahren starten. Da die neue europäische Geldpolitik erst mit einer gewissen Verzögerung Auswirkungen auf die Inflationsrate haben wird, wird der reale Wert der hier betrachteten Wertpapiere mit kürzeren Laufzeiten wohl kaum berührt werden.¹⁹ Ein weiteres Argument dafür, daß der beobachtete Unterschied in den realen Renditen mit der geplanten Währungsunion zusammenhängt, ist das zeitliche Zusammenfallen des Beginns der Entstehung dieser Differenz mit dem Beginn der zuvor beschriebenen Konvergenz der nominalen Zinssätze zwischen den europäischen Staaten. Dies deutet darauf hin, daß ab diesem Zeitpunkt aus der Sicht der Kapitalmärkte die Wahrscheinlichkeit einer gemeinsamen europäischen Währung zugenommen hat.

Diese Analyse der Entwicklung der langfristigen Zinsen legt nahe, daß die Kapitalmärkte einen relativ kleinen Teilnehmerkreis beim Start der EWU erwarten. Sollte dieser aber tatsächlich größer als angenommen sein, würde dies beträchtliche Zinsbewegungen zur Folge haben: Entweder müßten die Zinsen des zusätzlich aufgenommenen Landes sinken, oder die Zinsen in den übrigen Teilnehmerstaaten müßten steigen. In welche dieser beiden Richtungen die Entwicklung ginge oder ob eine Kombination beider Effekte aufträte, würde von der Einschätzung abhängen, ob durch diese Erweiterung des Kreises die Stabilität des Euro beeinträchtigt würde oder nicht.

Analog sind einige Turbulenzen an den Kapitalmärkten für den Fall möglich, daß der Teilnehmerkreis kleiner als erwartet ausfällt oder daß die Währungsunion aufgeschoben wird bzw. nicht zustandekommt. Dann könnte erneut auf Wechselkursänderungen spekuliert werden, so daß sich die zuletzt beobachtete Konvergenz der Zinssätze umkehrt. Hieraus sollte allerdings kein Argument

¹⁹ Die Übereinstimmung der realen Renditen für drei- und fünfjährige Anleihen zwischen Deutschland und den Vereinigten Staaten spricht somit dafür, daß die Märkte keine merkliche Aufwertung des Dollar gegenüber der neuen europäischen Währung direkt am Beginn der Währungsunion erwarten. Eine Begründung hierfür könnte sein, daß für den Beginn ein sehr kleiner Mitgliederkreis angenommen wird, und die Stabilität in der EWU erst bei einer in den folgenden Jahren vorgenommenen Erhöhung der Teilnehmerzahl als gefährdet angesehen wird.

gegen eine Verschiebung der EWU abgeleitet werden, wenn dies wegen einer mangelnden Erfüllung der Kriterien als geboten erscheint.²⁰ Ein Auseinanderdriften der Zinssätze in dieser Situation würde nämlich gerade darauf hinweisen, daß die Konvergenz der Volkswirtschaften der Mitgliedsländer für eine gemeinsame Währung noch nicht ausreichend vorangeschritten ist.

Summary

Monetary Policy Stimulates Economic Activity in Industrial Countries

After the slowdown in 1995, economic activity has gained momentum in the course of this year. In Japan, there has been a clear upward trend since the middle of 1995. The US economy has shown a stronger growth than last year. And in western Europe, the weakness that occurred during the winter months has been overcome. The acceleration of GDP-growth was mainly caused by an expansionary course of monetary policy.

The situation on the labor market remained weak. In several countries of western Europe, unemployment increased slightly, and the unemployment rate in Japan reached its peak in the course of this year. In contrast, the US economy is at full employment. Inflation remained moderate. Since 1994, the average inflation rate for the industrial countries has only been slightly higher than 2 percent.

Given the impulses from monetary policy, the recovery will continue in 1997 although fiscal policy will dampen somewhat. Real GDP in western Europe and in Japan will increase a little faster than potential output while capacity utilization in the US will not change. For the industrial countries as a whole, real GDP growth will be a little less than 2.5 percent in 1996 and in 1997. Inflation will remain low in both years and continue to be close to 2 percent.

Will More Inflation Lead to Lower Unemployment?

It is often argued that monetary policy in Europe has been too tight in order to bring down inflation; this has, supposedly, led to persistently higher unemployment. For the US, however, it is believed that inflation will accelerate because unemployment has fallen to a very low level. Our analysis shows, however, that there is no stable relationship between inflation and unemployment. Therefore, those statements are not founded by experience. As an example: Since the early 1980s, inflation in the US was reduced as sharply as in western Europe. However, US unemployment is even lower now than at that time, while it increased considerably in most of the European countries. There appears to be no stable Phillips curve relationship in the long run, and the short-run Phillips curves have shifted from one cycle to the next. Also, the NAIRU hypothesis is a vague

²⁰ So argumentieren Lehment und Scheide (1995: 7), daß es am besten wäre, den Start der Währungsunion zu verschieben, wenn die Zahl der Länder, die den Kriterien genügen, als zu gering erachtet wird.

concept since there is not nearly a constant unemployment rate at which inflation used to accelerate in the past. Thus, the labor market situation in the US does not necessarily imply that more inflation is around the corner. For the forecast, it is more important that monetary policy tightened early in the cycle, namely already in 1994; this will prevent an upsurge of inflation.

Participants of EMU – What Do Financial Markets Expect?

One and a half years before the decision about EMU, interest rates in the countries of the EU are likely to reveal the expectations of financial markets about the participants of the first stage of EMU. As there should be no major exchange rate changes from now on, long-term interest rates must have converged for the respective countries. In fact, since the spring of 1995, yield differentials between all countries and Germany have come down. The difference in interest rates is extremely low for Austria, Belgium, Finland, France, Luxembourg and the Netherlands. Obviously, these countries and Germany are the most likely candidates for EMU-membership. Financial markets seem to put a slightly higher risk on Denmark and Ireland although both countries meet all criteria of the Maastricht Treaty. In all other countries, long-term interest rates are at least two percentage points higher than in Germany. Obviously, financial markets do not believe that those countries will join EMU at the early stage.

Interest rates may also provide a clue concerning the expectations about the stability of the Euro. Since the beginning of 1995, real long-term interest rates in Germany have increased considerably relative to real yields in the US. A plausible interpretation of this fact is that financial markets put a higher risk on the common European currency.

Literaturverzeichnis

- Baker, T., J. D. FitzGerald und P. Honohan (1996). *Economic Implications for Ireland of EMU*. The Economic and Social Research Institute, Dublin.
- Bank of England (1996). *Inflation Report*. London. August.
- Council of Economic Advisors (1969). *Economic Report of the President*. Washington, D.C.
- Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. *American Economic Review* (58): 1–17.
- Gern, J., K.-W. Schatz, J. Scheide und R. Solveen (1995). Industrieländer: Stabilitätsorientierte Geldpolitik – fortgesetzter Aufschwung. *Die Weltwirtschaft*: 1–32.
- IMF (1996). *World Economic Outlook*. Washington, D.C. Mai.
- Krämer, J. W. (1996). Determinants of the Expected Real Long-term Interest Rates in the G7-countries. Kieler Arbeitspapiere 751. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Krugman, P. (1996). Monetary Policy – Stable Prices and Fast Growth: Just Say No. *The Economist*. London, 31. August: 17–20.
- Lapp, S., K.-W. Schatz, J. Scheide und R. Solveen (1996). Vor einer Besserung der Konjunktur in den Industrieländern. *Die Weltwirtschaft*: 1–28.
- Lehment, H., und J. Scheide (1995). Der Fahrplan für die Europäische Währungsunion: Noch erheblicher Handlungs- und Klärungsbedarf. Kieler Diskussionsbeiträge 259. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.

- Lucas, R. E., Jr. (1973). Some International Evidence on Output – Inflation Tradeoffs. *American Economic Review* (63): 326–334.
- (1996). Nobel Lecture: Monetary Neutrality. *Journal of Political Economy* (104): 661–682.
- OECD (1994). *Economic Outlook*. Paris. Dezember.
- (1996). *Economic Outlook*. Paris. Juni.
- Phillips, A. W. (1958). The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861–1957. *Economica* (25): 283–300.
- Taylor, J. B. (1993). Discretion Versus Policy Rules in Practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* (39): 195–214.