

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

**Article — Digitized Version**

## Industrielländer: fortgesetzter Aufschwung bei niedriger Inflation

Die Weltwirtschaft

**Provided in Cooperation with:**

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

*Suggested Citation:* Gern, Klaus-Jürgen; Schatz, Klaus-Werner; Scheide, Joachim; Solveen, Ralph (1997) : Industrieländer: fortgesetzter Aufschwung bei niedriger Inflation, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 4, pp. 354-381

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/1700>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# **Industrieländer: Fortgesetzter Aufschwung bei niedriger Inflation**

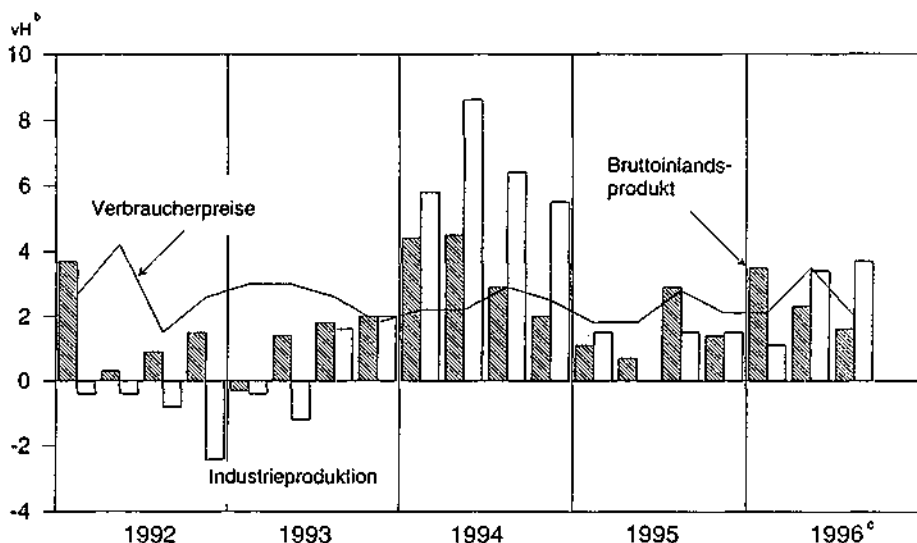
Von **Klaus-Jürgen Gern, Klaus-Werner Schatz, Joachim Scheide**  
und **Ralph Solveen**

Die konjunkturelle Lage in den Industrieländern hat sich im Verlauf dieses Jahres verbessert. In Westeuropa wurde die Flaute, die im vergangenen Jahr eingesetzt hatte, überwunden; bei einer allerdings noch recht un stetigen Entwicklung in einzelnen Ländern nahm das reale Bruttoinlandsprodukt im Sommerhalbjahr um rund 2 vH (Jahresrate) zu. Sehr ausgeprägt waren die Produktionsschwankungen in Japan. Dem starken Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts zu Jahresbeginn folgte ein Rückgang im Sommer. Ausschlaggebend hierfür war ein Konjunkturprogramm, das zunächst einen Schub, dann aber eine kräftige Abnahme der Staatsausgaben zur Folge hatte; die Nachfrage der privaten Haushalte und Unternehmen war in der Grundtendenz aufwärtsgerichtet. In den Vereinigten Staaten beschleunigte sich die Expansion im Frühjahr etwas, nachdem im Vorjahr eine Verlangsamung zu verzeichnen gewesen war; alles in allem blieb das Tempo des Aufschwungs in diesem Jahr aber moderat. Während für die Industrieländer insgesamt die Zuwachsrates des realen Bruttoinlandsprodukts 1996 knapp 2,5 vH betragen dürfte, ist der Produktionsanstieg in der übrigen Welt teilweise erheblich größer. Verstärkt hat er sich in Lateinamerika und in Afrika, während er in Asien, der nach wie vor am schnellsten wachsenden Region, nahezu unverändert hoch war. In den Ländern der GUS hingegen setzte sich die Talfahrt der Wirtschaft fort, wenn auch abgeschwächt. Die Produktion in der Weltwirtschaft dürfte in diesem Jahr um rund 4 vH zunehmen und damit die bislang höchste Expansionsrate in den neunziger Jahren aufweisen. Der Welthandel wurde im Jahresverlauf deutlich rascher ausgedehnt. Im Jahresdurchschnitt dürfte sein Volumen um knapp 7 vH über dem im Vorjahr liegen.

Weitgehend unverändert blieb in den Industrieländern die Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt. Nur in wenigen Ländern Westeuropas nahm die Erwerbslosigkeit im Verlauf des Jahres ab, die Beschäftigungsmisere hat sich generell kaum gemildert. In Japan entspannte sich die Situation nur leicht; die Arbeitslosenquote sank zuletzt geringfügig unter den historischen Höchststand, der im vergangenen Frühjahr erreicht worden war. In den Vereinigten Staaten hingegen nahm die Zahl der Beschäftigten in hohem Tempo zu, und die Arbeitslosigkeit ist auf ein sehr niedriges Niveau zurückgegangen. In fast allen Industrieländern blieben die Inflationstendenzen mäßig, vereinzelt wurde sogar Preisniveaustabilität erreicht. Seit 1994 beträgt der jährliche Anstieg der Verbraucherpreise rund 2 vH (Schaubild 1).

## **Spannungsfreie konjunkturelle Expansion in den Vereinigten Staaten**

Nach der Verlangsamung im vergangenen Jahr hat sich die Expansion der gesamtwirtschaftlichen Produktion in den Vereinigten Staaten im Verlauf dieses

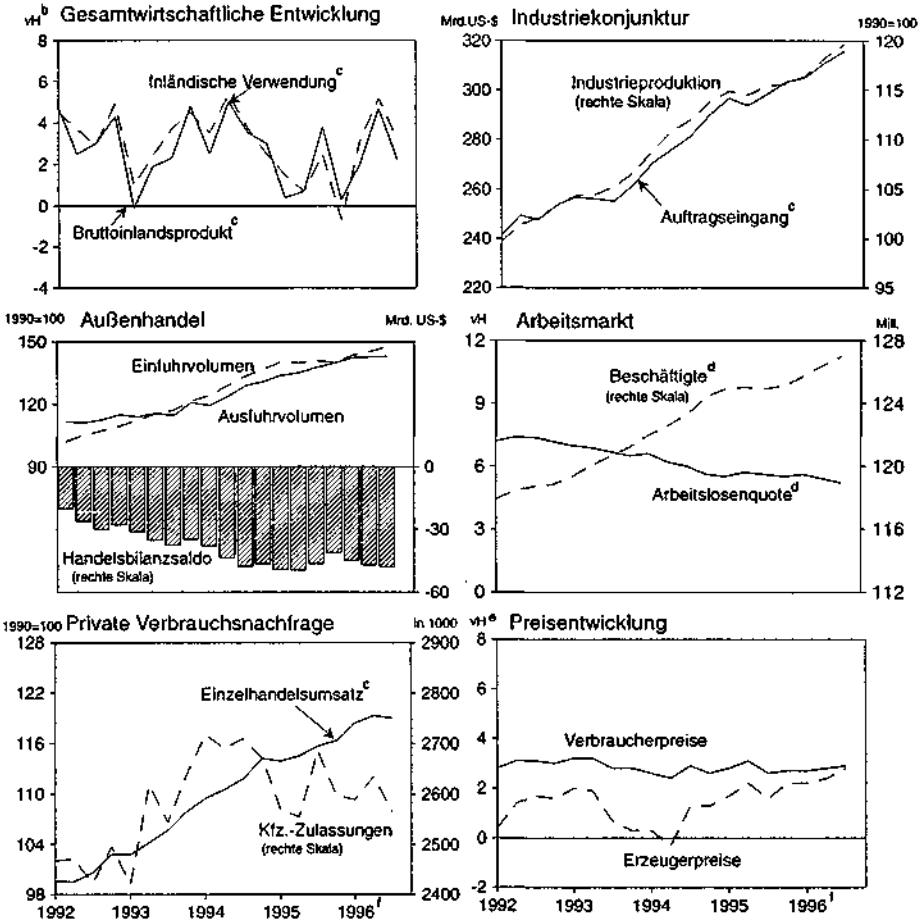
Schaubild 1 – Reales Bruttoinlandsprodukt, Industrieproduktion und Verbraucherpreise in den Industrieländern<sup>a</sup>

<sup>a</sup> OECD-Länder, Verbraucherpreise ohne Türkei. - <sup>b</sup> Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate. - <sup>c</sup> Teilweise geschätzt.



Jahres leicht beschleunigt. Das reale Bruttoinlandsprodukt nahm in den ersten drei Quartalen mit einer laufenden Jahresrate von knapp 3 vH zu; die Verlaufsrate hatte 1995 rund 2 vH betragen (Schaubild 2). Dies überzeichnet allerdings die Grundtendenz des Aufschwungs, denn im Frühjahr dehnte der Staat seine Ausgaben ungewöhnlich deutlich aus. Die Beschäftigung wurde erneut merklich ausgeweitet, und die Arbeitslosenquote ging nochmals zurück; sie betrug im Herbst nur wenig mehr als 5 vH, eine für amerikanische Verhältnisse – und im Vergleich zur Gesamtheit der Industrieländer – äußerst niedrige Rate. Der Auftrieb der Preise blieb trotz hoher Kapazitätsauslastung moderat. Lediglich wegen der erheblichen Verteuerung der Energie und der Nahrungsmittel zogen die Verbraucherpreise zeitweise etwas rascher an. Im Vorjahresvergleich betrug der Anstieg im Herbst 3 vH; die Kerninflationsrate (gemessen am Index ohne Energie und Nahrungsmittel) ging hingegen leicht zurück. Auch die Produzentenpreise erhöhten sich zuletzt nur wenig. Die Lohnkosten haben im Verlauf des Jahres als Reaktion auf die Arbeitskräfteknappheit etwas beschleunigt zugenommen; anders als in den Vorjahren sind die Reallöhne nicht mehr rückläufig.

Das leichte Anziehen des konjunkturellen Expansionstempos zeigte sich bei der Zunahme der Wohnungsbauinvestitionen; hier machte sich der Rückgang der Hypothekenzinsen im Verlauf des Vorjahres bemerkbar. Die Einkommensperspektiven werden von den privaten Haushalten nach wie vor optimistisch beurteilt, da die Beschäftigung merklich zunahm und die Reallöhne sogar etwas

Schaubild 2 – Indikatoren<sup>a</sup> zur konjunkturellen Entwicklung in den Vereinigten Staaten

<sup>a</sup> Saisonbereinigt. - <sup>b</sup> Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate. - <sup>c</sup> Real. - <sup>d</sup> Ab 1994 neue Erhebungsmethode. - <sup>e</sup> Veränderung gegenüber dem Vorjahr. - <sup>f</sup> Teilweise geschätzt.



anzogen. So wurde der private Verbrauch im Laufe dieses Jahres zügig ausgeweitet. Ebenfalls günstig blieb das Investitionsklima; der Kostendruck seitens der Löhne war weiterhin moderat, und die Finanzierungsbedingungen verbesserten sich – nach einer Unterbrechung im Frühjahr 1996 – nochmals leicht. Während die Importe im Zuge der kräftigen Inlandsnachfrage anhaltend stark stiegen, neigten die Exporte zuletzt zur Schwäche. Sie dürfte allerdings nur vorübergehender Natur sein. Zwar wird die Nachfrage nach amerikanischen Produkten

durch die deutliche Aufwertung des Dollar gedämpft; dies dürfte aber durch das Anziehen der Konjunktur in den wichtigen Handelspartnerländern mehr als kompensiert werden.

Zu einer Überhitzung der Konjunktur in den Vereinigten Staaten ist es nicht gekommen. Maßgeblich hierfür war die Politik der amerikanischen Notenbank. Der frühe Kurswechsel in diesem Aufschwung hat das Expansionstempo der Wirtschaft rechtzeitig gebremst und so etwa auf dem Niveau des Potentialwachstums gehalten; schon im Verlauf des Jahres 1994 war die für die Entwicklung auf dem Geldmarkt wichtige Federal Funds Rate um drei Prozentpunkte angehoben worden. Dem Ziel einer Verstetigung der Konjunktur entsprach es durchaus, daß zu Beginn dieses Jahres die Leitzinsen wieder leicht – um einen viertel Prozentpunkt – gesenkt wurden. In der Folge verringerten sich die Geldmarktzinsen sogar etwas mehr; sie lagen zuletzt bei 5,3% und damit um reichlich einen halben Prozentpunkt unter dem für diesen Aufschwung bislang höchsten Wert. Seit dem Frühjahr sind auch die Kapitalmarktzinsen, die zuvor vor allem wegen des hohen Expansionstempos der Wirtschaft deutlich angezogen hatten, wieder rückläufig. Der Abstand zu den kurzfristigen Zinsen betrug zuletzt rund ein Prozentpunkt. Diese Zinsdifferenz entspricht dem langjährigen Durchschnitt und ist Indiz dafür, daß die Geldpolitik sich auf einem konjunkturneutralen Kurs befindet. Auch die Geldmengenaggregate steigen seit geraumer Zeit in recht moderatem Tempo. Anders als in früheren Phasen mit hoher Kapazitätsauslastung ist somit die Gefahr einer Inflationsbeschleunigung gering. Es ist deshalb nicht wahrscheinlich, daß die Notenbank die Leitzinsen in diesem oder im kommenden Jahr anheben wird.

Auch der Kurs der Finanzpolitik steht der Fortsetzung der konjunkturellen Aufwärtsbewegung nicht im Wege. Nach wie vor wird für den Bund ein ausgeglichener Haushalt angestrebt. Bei der Konsolidierung stand bislang die Dämpfung des Ausgabenanstiegs im Vordergrund, und nicht – wie in vielen Ländern Westeuropas – Erhöhungen von Steuern und Sozialabgaben. In dem im September 1996 abgelaufenen Fiskaljahr verminderte sich das Defizit im Bundeshaushalt auf rund 110 Mrd. Dollar. Dieser Betrag, der 1,5 vH des nominalen Bruttoinlandsprodukts entspricht, ist um etwa ein Drittel niedriger als im vorangegangenen Fiskaljahr und der geringste in den neunziger Jahren. Gravierende Änderungen bei den Ausgaben oder den Steuern sind für den Prognosezeitraum nicht zu erwarten. Somit dürfte die Finanzpolitik im großen und ganzen neutral auf die Konjunktur wirken.

Aufgrund der wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen und der günstigen Aussichten für die Exporte ist es wahrscheinlich, daß sich die konjunkturelle Aufwärtsbewegung im kommenden Jahr fortsetzt. Dabei wird die gesamtwirtschaftliche Produktion etwa im Tempo des Potentialwachstums zunehmen, im Jahr 1997 dürfte der Zuwachs des realen Bruttoinlandsprodukts gegenüber dem Vorjahr etwas mehr als 2 vH betragen (Tabelle 1). Die Investitionstätigkeit der Unternehmen bleibt rege; stützend wirkt, daß die Kosten sich anhaltend moderat entwickeln und daher die Gewinne merklich steigen. Der private Verbrauch dürfte etwas langsamer als in diesem Jahr expandieren; anders als im Vorjahr wird die Sparquote vermutlich nicht sinken. Alles in allem verläuft die Kon-

Tabelle 1 – Eckdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung in den Vereinigten Staaten 1994–1997 – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (vH)

	1994	1995	1996 <sup>a</sup>	1997 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	3,5	2,0	2,4	2,2
Privater Verbrauch	3,1	2,3	2,0	2,0
Staatsverbrauch	-0,1	0,0	1,0	0,5
Anlageinvestitionen	10,1	6,1	6,0	4,0
Ausrüstungen	13,2	10,4	8,0	6,0
Gewerbliche Bauten	1,5	7,3	3,0	2,0
Wohnungsbau	10,8	-2,3	6,0	2,0
Lagerinvestitionen <sup>c</sup>	0,6	-0,4	-0,2	0,2
Exporte	8,2	8,9	6,0	7,0
Importe	12,0	8,0	6,5	5,5
Inlandsnachfrage <sup>b</sup>	4,0	2,0	2,5	2,1
Verbraucherpreise	2,6	2,8	2,9	2,7
Arbeitslosenquote <sup>d</sup>	6,1	5,6	5,3	5,5
Leistungsbilanzsaldo <sup>e</sup>	-2,7	-2,2	-2,0	-1,5
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo <sup>e</sup>	-2,3	-2,1	-2,0	-2,0

<sup>a</sup> Prognose. – <sup>b</sup> In Preisen von 1992 (Kettenindex). – <sup>c</sup> Veränderung der Lagerinvestitionen in vH des realen Bruttoinlandsprodukts des Vorjahres. – <sup>d</sup> In vH der Erwerbspersonen. – <sup>e</sup> In vH des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: OECD (1996), U.S. Department of Commerce (1996), eigene Schätzungen.

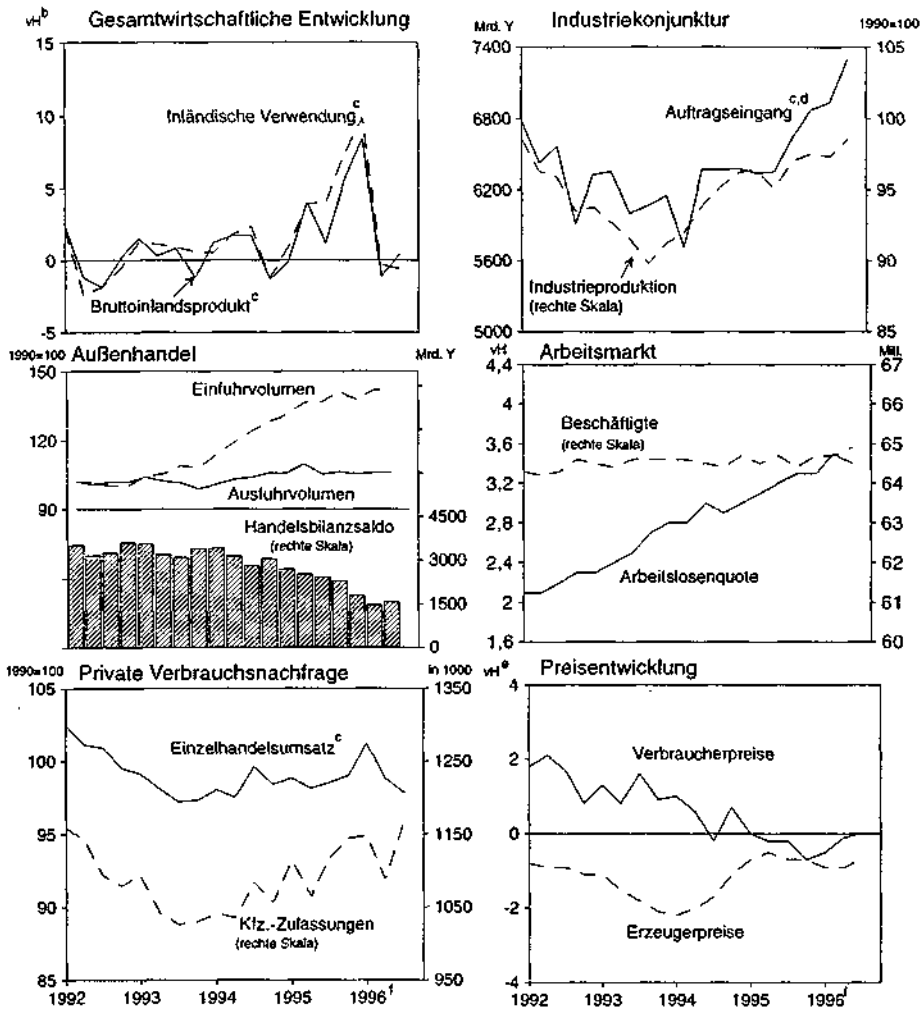
junktur weiterhin in ruhigen Bahnen bei hoher Auslastung der Kapazitäten, niedriger Arbeitslosigkeit und mäßiger Inflation.

### Moderate wirtschaftliche Belebung in Japan

In Japan ist nach der starken Expansion der gesamtwirtschaftlichen Produktion im Winterhalbjahr das reale Bruttoinlandsprodukt im Sommer zurückgegangen (Schaubild 3). Die Abschwächung ist aber wohl nur vorübergehend und im wesentlichen darauf zurückzuführen, daß das Konjunkturprogramm des Staates ausgelaufen ist, das zuvor zu der raschen Ausweitung von Produktion und Nachfrage beigetragen hatte. So sind die öffentlichen Investitionen, die im Winter kräftig erhöht worden waren, wieder deutlich zurückgegangen. Hinzu kam, daß die Expansion des privaten Verbrauchs nur gering war; dämpfend wirkte, daß die Sparneigung der privaten Haushalte gestiegen ist, wozu die ungünstige Situation am Arbeitsmarkt beigetragen hat.

Indessen hat sich die Belebung bei den privaten Investitionen fortgesetzt. Zwar nahmen die Investitionen im Wohnungsbau nicht mehr in dem zuvor durch Förderprogramme bedingten hohen Tempo zu, gleichzeitig weiteten die Unternehmen ihre Investitionen aber beschleunigt aus. Die japanische Währung hat sich seit dem Frühjahr des Jahres 1995 sukzessive abgewertet; zuletzt notierte der Yen zum Dollar ähnlich wie Ende des Jahres 1993, als die kräftige Aufwertung – sie betrug in der Spitze rund 30 vH – eingesetzt hatte. Bei der niedrigeren

Schaubild 3 – Indikatoren<sup>a</sup> zur konjunkturellen Entwicklung in Japan



<sup>a</sup> Saisonbereinigt. <sup>b</sup> Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate. <sup>c</sup> Real. <sup>d</sup> Maschinenbau. <sup>e</sup> Veränderung gegenüber dem Vorjahr. <sup>f</sup> Teilweise geschätzt.



Bewertung des Yen stiegen die Exporte im Verlauf des Jahres 1996 deutlich, nachdem sie zu Jahresbeginn noch zurückgegangen waren. Zugleich hat sich die zuvor starke Ausweitung der Importe bei der geringen Expansion der Gesamtnachfrage und der abwertungsbedingten Verteuerung der Einfuhr spürbar abgeschwächt. Der Überschuß in der Leistungsbilanz nahm wieder etwas zu.

Die Zentralbank hat ihre Politik extrem niedriger Zinsen fortgesetzt. Der Diskontsatz beträgt seit dem September des Vorjahres 0,5%, und der Zinssatz

für Tagesgeld liegt sogar etwas darunter. Gleichwohl haben die geldpolitischen Impulse anders als in früheren Phasen niedriger Zinsen nicht zu einer kräftigen Expansion der Kreditvergabe der Banken und zu einem raschen konjunkturellen Aufschwung geführt. Das Kreditvolumen wurde bis zuletzt nur geringfügig ausgeweitet, und der Anstieg der Geldmenge M2 (einschließlich Depositenzertifikate), die in der Vergangenheit einen recht engen Zusammenhang mit der Konjunktur aufwies (Döpke und Gern 1993), blieb mäßig.

Die Ursache der gestörten Transmission geldpolitischer Impulse liegt zu einem erheblichen Teil darin, daß die Banken bei der Vergabe von Krediten hohe Anforderungen an die Bonität der Schuldner stellen und vergleichsweise große Zinsmargen realisieren.<sup>1</sup> Hintergrund ist die enorme Zahl an notleidenden Krediten, die ein Erbe der spekulativen Übersteigerungen am Aktien- und am Immobilienmarkt zum Ende der achtziger Jahre und des anschließenden starken Rückgangs der Preise für diese Vermögenswerte ist. In der Folge ist es zu einer Kette von Insolvenzen im Finanzsektor gekommen. Ein weiterer Teil der Verluste wurde realisiert, indem Banken Abschreibungen vorgenommen haben. Diese haben aber die Eigenkapitalbasis der betroffenen Institute geschmälert und damit die Menge an Krediten beschränkt, die vergeben werden können; ausstehende Kredite müssen nämlich gemäß internationalen Standards in einem bestimmten Verhältnis zum ausgewiesenen Eigenkapital stehen. Angesichts faktischer Preisniveaustabilität und der nur moderaten konjunkturellen Expansion wird die Notenbank ihre Zinsen – auch zur Unterstützung des Prozesses der Sanierung im Kreditgewerbe – im kommenden Jahr weiter niedrig halten.

Die Finanzpolitik hat die Entwicklung von Produktion und Nachfrage im Jahr 1996 durch ihr Konjunkturprogramm stark beeinflusst. Weitere Stimulierungspakete werden wohl nicht aufgelegt werden. Allenfalls ist damit zu rechnen, daß im Rahmen eines Nachtragshaushalts in bescheidenem Umfang zusätzliche Mittel bereitgestellt werden, um zu verhindern, daß sich der ausgeprägte Rückgang der öffentlichen Investitionen fortsetzt. Der Konsolidierungsbedarf des Staates ist groß; das Defizit der Gebietskörperschaften wird sich 1996 auf rund 7 vH des Bruttoinlandsprodukts belaufen (einschließlich der Überschüsse bei den Sozialversicherungen: 4 vH). Es ist vorgesehen, am Beginn des kommenden Finanzjahres (April 1997) die Mehrwertsteuer um zwei Prozentpunkte von 3 auf 5 vH anzuheben. Gleichzeitig sollen die Einkommensteuererstattungen auslaufen, die 1994 zur Stützung der Konjunktur beschlossen worden waren. Insbesondere infolge dieser Maßnahmen wird die Finanzpolitik die wirtschaftliche Expansion 1997 spürbar dämpfen.

Alles in allem ist ein nur moderater Aufschwung in Japan wahrscheinlich. Die Nachfrage im privaten Sektor hat sich zwar deutlich gefestigt. Die gewerblichen Investitionen dürften kräftig steigen; die Absatz- und Ertragsersparungen haben sich deutlich aufgehellt, wozu auch die Abwertung des Yen beigetragen hat. Zudem werden die Exporte bei verbesserter preislicher Wettbewerbsfähigkeit

---

<sup>1</sup> Die Zinsspanne – gemessen an der Differenz zwischen dem durchschnittlichen Zinssatz auf gegebene Kredite und dem Zinssatz für Tagesgeld – ist in diesem geldpolitischen Zyklus mit reichlich zwei Prozentpunkten etwa doppelt so groß wie in früheren Phasen niedriger Zinsen.



Tabelle 2 – Eckdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung in den Japan 1994–1997 – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (vH)

	1994	1995	1996 <sup>a</sup>	1997 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	0,5	0,9	4,0	2,0
Privater Verbrauch	1,8	1,7	3,0	2,0
Staatsverbrauch	2,2	2,0	3,5	2,5
Anlageinvestitionen	-1,0	1,0	8,5	5,0
Unternehmensinvestitionen	-6,0	3,1	7,5	5,0
Wohnungsbau	9,2	-6,1	11,0	4,5
Öffentliche Investitionen	2,8	1,3	11,5	-4,0
Lagerinvestitionen <sup>c</sup>	-0,3	0,3	0,0	-0,1
Exporte	4,6	5,0	1,5	6,0
Importe	9,0	13,5	11,0	5,5
Inlandsnachfrage <sup>b</sup>	0,8	1,6	5,0	1,9
Verbraucherpreise	0,7	-0,1	0,1	1,1
Arbeitslosenquote <sup>d</sup>	2,9	3,2	3,4	3,2
Leistungsbilanzsaldo <sup>e</sup>	2,8	2,2	1,5	1,0
Gesamstaatlicher Finanzierungssaldo <sup>e</sup>	-2,1	-3,1	-4,0	-3,0

<sup>a</sup> Prognose. – <sup>b</sup> In Preisen von 1990. – <sup>c</sup> Veränderung der Lagerinvestitionen in vH des realen Bruttoinlandsprodukts des Vorjahres. – <sup>d</sup> In vH der Erwerbspersonen. – <sup>e</sup> In vH des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: OECD (1996), eigene Schätzungen.

und insgesamt zügiger Expansion der Auslandsmärkte beschleunigt zunehmen, gleichzeitig wird sich der Anstieg der Importe erheblich abflachen. Einem kräftigen Aufschwung steht aber die restriktive Finanzpolitik entgegen; außerdem dürfte die Konsolidierung im Kreditsektor auch im kommenden Jahr noch dämpfend wirken. Das Bruttoinlandsprodukt wird im Verlauf des Jahres 1997 mit einer Rate von reichlich 2,5 vH expandieren. Auch wegen des niedrigen Niveaus zu Jahresbeginn bleibt der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts im Durchschnitt mit 2 vH hinter dem im Jahr 1996 (4 vH) zurück. Der Verbraucherpreisanstieg wird 1997 rund 1 vH betragen (Tabelle 2). Dies ist im wesentlichen auf die Erhöhung der Mehrwertsteuer zurückzuführen; in der Grundtendenz bleibt das Preisniveau weitgehend stabil. Bei der mäßigen Expansion der Nachfrage wird die Zahl der Arbeitslosen nur leicht zurückgehen.

### Aufschwung in Westeuropa

In Westeuropa hat sich die gesamtwirtschaftliche Produktion im Laufe dieses Jahres merklich belebt. Die vorübergehende konjunkturelle Schwäche, die Mitte 1995 eingesetzt hatte und in einigen Ländern bis zum Frühjahr dieses Jahres andauerte, ist überwunden. Ausschlaggebend für die Verbesserung der wirtschaftlichen Lage war zum einen die von nahezu allen Zentralbanken seit Mitte des vergangenen Jahres vorgenommene geldpolitische Lockerung. Die Notenbankzinsen wurden merklich zurückgeführt; dies hat sich inzwischen

zumeist in einer Beschleunigung des Wachstums der Geldmengenaggregate niedergeschlagen. Ferner wirkte sich das niedrige Zinsniveau am Kapitalmarkt günstig auf die wirtschaftliche Aktivität aus. Gestützt wurde die Konjunktur auch von einer regen Nachfrage aus den außereuropäischen Ländern. Die Wettbewerbssituation der westeuropäischen Anbieter auf dem Weltmarkt hat sich durch die Höherbewertung des Dollar verbessert. Der Importsog Nordamerikas blieb stark; die Bezüge der Reformstaaten Mittel- und Osteuropas haben merklich zugenommen. Die Expansion der Nachfrage wurde in den meisten Ländern von der Fiskalpolitik gebremst. Die Regierungen zielten darauf ab, die Fehlbeiträge in den Haushalten so weit zu verringern, daß die im Vertrag von Maastricht festgelegten Referenzwerte zumindest annähernd erreicht werden. Zu diesem Zweck wurden etwa in gleichem Maße Abgaben erhöht und Ausgaben gekürzt.

Verstärkt hat sich die Expansion der Ausrüstungsinvestitionen. Maßgeblich hierfür dürften die niedrigen Zinsen und die nach umfangreichen Rationalisierungen verbesserte Ertragslage der Unternehmen gewesen sein. Auch die Erwartungen bezüglich Absatz und Ertrag sind nun überwiegend optimistisch, anders als noch zu Ende des vergangenen Jahres. Bei den Bauinvestitionen waren witterungsbedingt vielfach starke Schwankungen zu beobachten. In der Grundtendenz stagnierten sie. Hohe Leerstände besonders bei gewerblichen Immobilien wirkten vielfach dämpfend.

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt blieb insgesamt unverändert schlecht; die Arbeitslosenquote verharrt seit über einem Jahr bei reichlich 11 vH. Bei nur geringen Lohnerhöhungen und der im allgemeinen restriktiven Fiskalpolitik stiegen die verfügbaren Einkommen und damit der private Verbrauch nur wenig. Allerdings ist die Situation differenziert. In einigen Ländern – so im Vereinigten Königreich und in den Niederlanden – hat sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt merklich gebessert. Dies hatte eine verstärkte Zunahme der verfügbaren Einkommen und somit eine kräftige Ausweitung des privaten Konsums zur Folge. In anderen Ländern – wie z. B. Deutschland und Frankreich – wirkten verschiedene fiskalpolitische Maßnahmen vorübergehend stimulierend auf den Verbrauch der privaten Haushalte. In der überwiegenden Zahl der westeuropäischen Volkswirtschaften expandierte er hingegen nur schwach. Der Auftrieb bei den Konsumentenpreisen ist weiterhin mäßig; die Inflationsrate betrug zuletzt im Vorjahresvergleich etwa 2,5 vH.

Die konjunkturelle Aufwärtsbewegung in Westeuropa dürfte sich zunächst noch verstärken; dabei wird sich die Kapazitätsauslastung in den meisten Ländern erhöhen. Die Kapitalmarktzinsen werden allenfalls geringfügig anziehen, und die Auslandsnachfrage bleibt rege. Zwar dürfte sich der Produktionsanstieg in den Vereinigten Staaten nach der zwischenzeitlichen Beschleunigung in der ersten Hälfte dieses Jahres etwas abflachen, die Ausfuhren in die Entwicklungsländer und nach Mittel- und Osteuropa werden aber schneller ausgeweitet werden. Beträchtliche Impulse für die Konjunktur vermittelt weiterhin die Geldpolitik. Manche Notenbanken haben bis zuletzt die Zinsen gesenkt, so daß die anregende Wirkung der Geldpolitik zunächst kräftig bleibt. Weitere merkliche Zinssenkungen sind aber nicht mehr zu erwarten; in der Folge wird sich

das Expansionstempo des Bruttoinlandsprodukts allmählich verringern und die Kapazitätsauslastung nur noch langsam steigen. Gegen Ende des kommenden Jahres dürfte diese annähernd das Niveau erreichen, das dem langjährigen Durchschnitt entspricht.

Die Investitionen werden kräftig ausgeweitet werden. Niedrige Finanzierungskosten, steigende Gewinne und eine höhere Auslastung der Kapazitäten werden die Ausrüstungsinvestitionen anregen. Die Bauinvestitionen werden sich infolge der niedrigen Zinsen allmählich etwas beleben. Der private Konsum wird durch die weiterhin restriktive Fiskalpolitik gedämpft. Auch vom Arbeitsmarkt wird zunächst keine anregende Wirkung auf die Ausgaben der privaten Haushalte ausgehen, da die Arbeitslosenquote sich erst nach der Mitte des nächsten Jahres zurückbilden wird. Das Bruttoinlandsprodukt Westeuropas wird in diesem Jahr um 1,5 vH und 1997 um 2,5 vH über seinem Niveau im jeweiligen Vorjahr liegen. Der Preisauftrieb wird mäßig bleiben. Die Inflationsrate wird in diesem und im nächsten Jahr jeweils knapp 2,5 vH betragen.

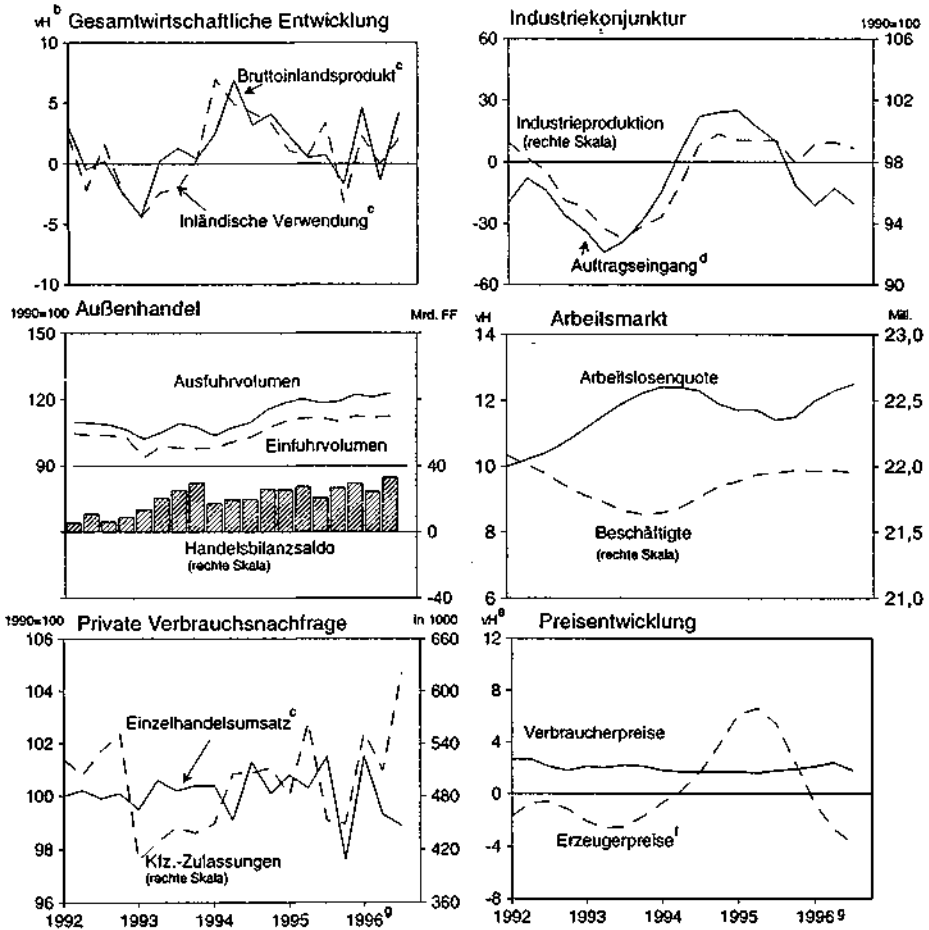
#### *Konjunkturelle Aufwärtstendenz in Frankreich*

In Frankreich hat sich die konjunkturelle Lage in der Grundtendenz im Verlauf dieses Jahres verbessert; dabei entwickelte sich die gesamtwirtschaftliche Produktion im Verlauf dieses Jahres allerdings sehr unregelmäßig (Schaubild 4). Hierfür waren Sonderfaktoren verantwortlich. So hatte das erste Quartal mehr Arbeitstage als üblich; dies trug in beträchtlichem Ausmaß zu dem deutlichen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts in den ersten drei Monaten bei. Auch wurde im ersten Quartal diejenige Produktion nachgeholt, die wegen des Streiks im Dezember 1995 unterblieben war. Die starke Expansion im dritten Quartal wurde zu einem beträchtlichen Anteil durch das Auslaufen der Verschrottungsprämie für Personenkraftwagen Ende September verursacht. Dies führte offensichtlich zu einem Vorziehen geplanter Anschaffungen.

Gestützt wurde die konjunkturelle Erholung von den Exporten. Bei der merklich günstigeren wirtschaftlichen Situation in den Haupthandelspartnerländern in Westeuropa haben die französischen Unternehmen ihren Absatz im Ausland spürbar erhöht. Die Importe haben im Vergleich nur langsam zugenommen, da die Inlandsnachfrage noch relativ schwach expandierte. Die Geldpolitik regte die wirtschaftliche Tätigkeit an, doch wirkten die restriktive Fiskalpolitik und eine allgemein relativ pessimistische Einschätzung der wirtschaftlichen Lage einer deutlicheren Belebung entgegen. Die Zahl der Beschäftigten stagnierte, und die Löhne wurden nur geringfügig erhöht. Zudem verstärkte sich die Abgabenbelastung, so daß die real verfügbaren Einkommen nur langsam zunahm. Trotzdem führten die vorgezogenen Autokäufe zuletzt zu einer merklichen Zunahme des privaten Konsums. Diese dürfte aber nur vorübergehend sein, da sie durch eine spürbare Absenkung der Sparquote finanziert wurde.

Die Ausrüstungsinvestitionen haben sich zuletzt belebt. Dies ist auf das niedrige Zinsniveau am Kapitalmarkt und auf die in den letzten Monaten optimistischeren Erwartungen zurückzuführen. Einem deutlicheren Anstieg stehen der-

Schaubild 4 – Indikatoren<sup>a</sup> zur konjunkturellen Entwicklung in Frankreich



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



zeit noch der relativ niedrige Auslastungsgrad der Kapazitäten und die Unsicherheit bezüglich des zukünftigen fiskalpolitischen Kurses entgegen. Die Bauinvestitionen wurden dagegen trotz der niedrigen Zinsen eingeschränkt. Der Grund hierfür dürfte in den schlechten Renditen bei Immobilien liegen, die aus den umfangreichen Leerständen resultieren.

Der Preisauftrieb blieb über das gesamte Jahr unverändert gering. Der Rückgang des Vorjahresvergleichs des Preisniveaus um reichlich einen halben Prozentpunkt auf nun knapp 2 vH ist ausschließlich darauf zurückzuführen, daß der

Sprung im Preisniveau infolge der Mehrwertsteuererhöhung im August des vergangenen Jahres die Inflationsrate jetzt nicht mehr beeinflußt. Die Zahl der Beschäftigten blieb nahezu konstant. Da das Arbeitsangebot durch den Eintritt vieler junger Menschen in den Arbeitsmarkt aber merklich zunahm, hat sich die Zahl der Arbeitslosen wiederum erhöht; die Arbeitslosenquote beträgt nun reichlich 12,5 vH.

Die französische Fiskalpolitik ist weiterhin auf die Reduzierung des Budgetdefizits ausgerichtet, um den diesbezüglichen Referenzwert des Maastrichter Vertrages zu erfüllen. Der Fehlbetrag im Staatshaushalt wird in diesem Jahr voraussichtlich 4,5 vH des nominalen Bruttoinlandsprodukts entsprechen, 1997 wird dieses Verhältnis auf 3 vH zurückgeführt werden und damit dem Referenzwert für die Teilnahme an der Europäischen Währungsunion entsprechen. Um dieses Ziel zu erreichen, werden die Ausgaben besonders durch Einsparungen bei den öffentlichen Investitionen nominal konstant gehalten; real bedeutet dies eine Verringerung. Zu einem beträchtlichen Teil wird die Rückführung des Defizits auch dadurch erreicht, daß eine Einmalzahlung der France Telecom an den Staat erfolgt, deren Umfang etwa 0,5 vH des Bruttoinlandsprodukts entspricht. Im Gegenzug übernimmt dieser die Pensionsverpflichtungen für die Beschäftigten des Unternehmens, das im nächsten Jahr privatisiert werden soll. Auf der Einnahmenseite sind einige Entlastungen geplant. Ferner werden Verbrauchsteuern und Sozialabgaben erhöht; demgegenüber fallen die besonders bei der Einkommensteuer geplanten Entlastungen vom Volumen her geringer aus. Insgesamt dürfte die Fiskalpolitik auch im nächsten Jahr restriktiv auf die Konjunktur wirken.

Die französische Zentralbank hat im Verlauf dieses Jahres ihre Zinsen in kleinen Schritten zurückgeführt. Das Wachstum der Geldmengen beschleunigt sich – nach einer zwischenzeitlichen Abflachung in der ersten Hälfte des Jahres – besonders bei dem engefaßten Aggregat M1 wieder. Da die Zinsen bis zuletzt gesenkt worden sind, ist für den Prognosezeitraum zunächst noch mit einer Verstärkung der anregenden Impulse zu rechnen. Erst im späteren Verlauf des kommenden Jahres werden die Notenbankzinsen im Gefolge des Vorgehens der Deutschen Bundesbank wohl allmählich angehoben werden. Dies wird sich aber erst im Jahr 1998 auswirken.

Dieser Prognose liegt die Annahme zugrunde, daß die Banque de France ihren geldpolitischen Kurs auch weiterhin an dem Ziel eines stabilen Franc-DM-Wechselkurses ausrichten wird. Zuletzt ist zwar wiederholt gefordert worden, diese Politik aufzugeben, und statt dessen die Wettbewerbsfähigkeit der französischen Unternehmen durch eine Abwertung des Franc zumindest gegenüber dem Dollar, aber unter Umständen – wenn die Deutsche Bundesbank nicht zu der gleichen Politik bereit wäre – auch gegenüber der deutschen Währung, zu verbessern. Es ist aber sehr unwahrscheinlich, daß die französische Geldpolitik ihre Grundausrichtung tatsächlich ändert. In diesem Fall dürfte sich die Renditedifferenz zu deutschen langfristigen Wertpapieren, die aufgrund der seit langem stabilitätsorientierten Geldpolitik nun sehr gering ist, wieder deutlich erhöhen. Auch würde ein solcher Kurs das Zustandekommen der Europäischen Währungsunion gefährden, wenn nicht sogar unmöglich machen.

Bei diesen Rahmenbedingungen wird sich die konjunkturelle Aufwärtsentwicklung in Frankreich im kommenden Jahr verstärken. Die anregende Wirkung der Geldpolitik dürfte zunehmen. Die retardierenden Effekte, die in diesem Jahr bisher von dem Abbau der Lagerbestände der Unternehmen ausgingen, werden auslaufen, die Vorratsbestände wieder aufgestockt. Die Investitionen werden sich merklich beleben. Die Erwartungen der Unternehmen sind nun optimistischer, so daß bei zunehmender Kapazitätsauslastung Erweiterungsinvestitionen in Angriff genommen werden. Begünstigt wird diese Entwicklung durch die niedrigen Zinsen und durch die ab Beginn 1997 vorgesehene steuerliche Entlastung reinvestierter Gewinne. Die Ausweitung des privaten Konsums wird weiterhin durch die Fiskalpolitik gedämpft. Zwar werden für Arbeitnehmer mit niedrigem Einkommen die Steuern gesenkt; insgesamt werden die Abgaben aber noch zunehmen. Zudem werden die Löhne real nur geringfügig erhöht, und die Lage auf dem Arbeitsmarkt bleibt schlecht; erst für den späteren Verlauf des kommenden Jahres ist mit einer allmählichen Besserung zu rechnen. Die Ausfuhren werden bei der guten konjunkturellen Lage in Westeuropa zügig expandieren. Das Bruttoinlandsprodukt wird in diesem Jahr um knapp 1,5 vH und im nächsten um reichlich 2,5 vH ausgeweitet werden (Tabelle 3). Der Preisauftrieb wird in der Grundtendenz mäßig bleiben; für beide Jahre wird sich voraussichtlich eine jahresdurchschnittliche Teuerungsrate von etwa 2 vH ergeben.

Tabelle 3 – Eckdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung in Frankreich 1994–1997 – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (vH)

	1994	1995	1996 <sup>a</sup>	1997 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	2,8	2,2	1,3	2,7
Privater Verbrauch	1,4	1,8	2,5	1,0
Staatsverbrauch	1,1	0,9	1,0	-0,5
Anlageinvestitionen	1,3	2,5	-0,5	4,0
Ausrüstungen	4,1	6,2	0,5	7,5
Bauten	-1,4	0,3	-1,5	1,5
Lagerinvestitionen <sup>c</sup>	1,7	0,2	-1,0	1,0
Exporte	6,0	5,9	3,5	7,5
Importe	6,7	5,2	2,0	6,0
Inlandsnachfrage <sup>b</sup>	3,0	2,0	0,8	2,2
Verbraucherpreise	1,7	1,8	2,0	2,0
Arbeitslosenquote <sup>d</sup>	12,3	11,6	12,5	12,5
Leistungsbilanzsaldo <sup>e</sup>	0,5	1,1	1,5	1,5
Gesamtsstaatlicher Finanzierungssaldo <sup>e</sup>	-5,8	-5,0	-4,5	-3,0

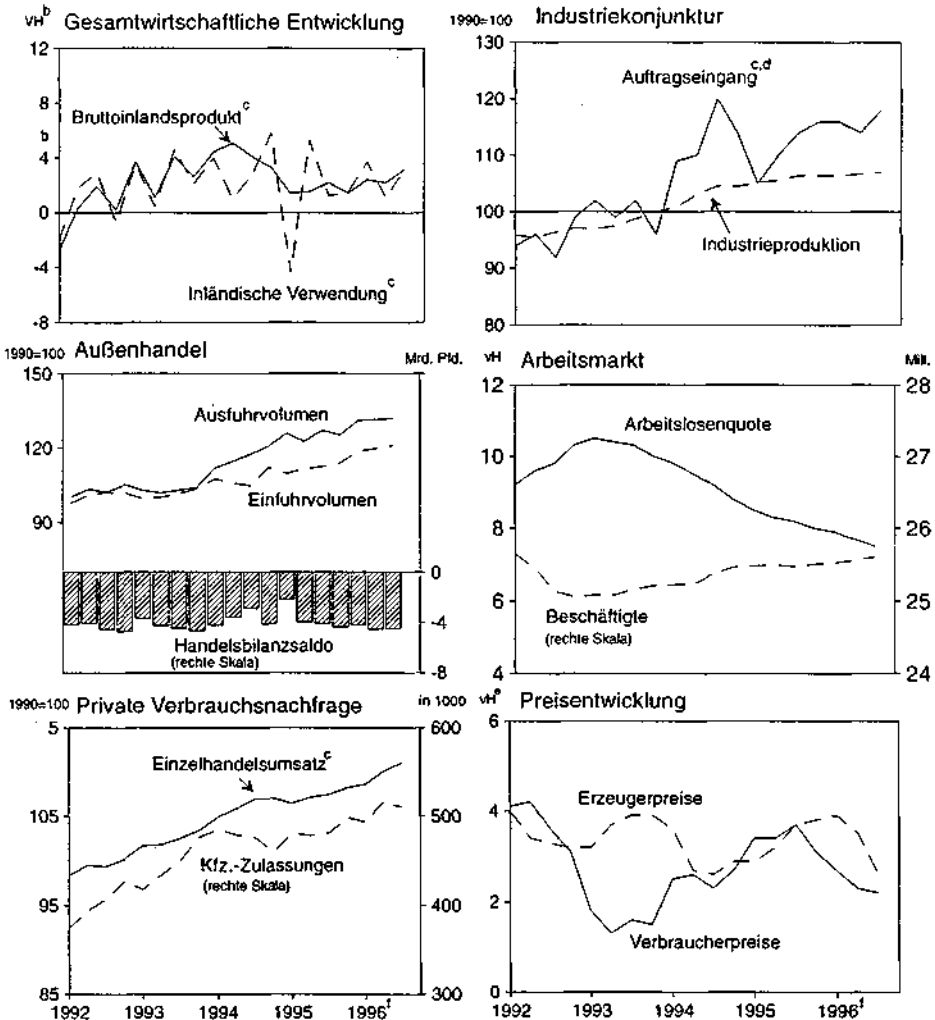
<sup>a</sup> Prognose. – <sup>b</sup> In Preisen von 1980. – <sup>c</sup> Veränderung der Lagerinvestitionen in vH des realen Bruttoinlandsprodukts des Vorjahres. – <sup>d</sup> In vH der Erwerbspersonen. – <sup>e</sup> In vH des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Wie Tabelle 2.

*Fortgesetzter Aufschwung im Vereinigten Königreich*

Im Vereinigten Königreich dauert der Aufschwung seit nunmehr vier Jahren an; zuletzt hat sich das Expansionstempo der gesamtwirtschaftlichen Produktion wieder merklich beschleunigt. Im dritten Quartal nahm das Bruttoinlandsprodukt mit einer laufenden Jahresrate von knapp 3,5 vH zu (Schaubild 5). Haupt-

Schaubild 5 – Indikatoren<sup>a</sup> zur konjunkturellen Entwicklung im Vereinigten Königreich



<sup>a</sup> Saisonbereinigt. <sup>b</sup> Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate. <sup>c</sup> Real. <sup>d</sup> Maschinenbau. <sup>e</sup> Veränderung gegenüber dem Vorjahr. <sup>f</sup> Teilweise geschätzt.



stütze des Aufschwungs ist der private Konsum. Eine sich vergrößernde Zahl an Beschäftigten und stärker steigende Löhne hatten zur Folge, daß der private Verbrauch deutlich ausgeweitet wurde. Außerdem sind in diesem Jahr – im Gegensatz zu den Jahren zuvor – keine Abgaben erhöht worden. Deutlich intensiviert hat sich die Investitionstätigkeit. Dies gilt besonders für die Ausrüstungsinvestitionen; maßgeblich hierfür sind die gute Gewinnsituation, die niedrigen Zinsen und eine höhere Auslastung der Kapazitäten. Die Bauinvestitionen haben sich nach dem Rückgang im vergangenen Jahr etwas belebt. Dies dürfte hauptsächlich auf die gesunkenen Hypothekenzinsen zurückzuführen sein. Die britischen Unternehmen konnten ihren Absatz auch im Ausland ausdehnen, wobei sie von der Besserung der konjunkturellen Lage in Kontinentaleuropa profitierten. Die Importe expandierten infolge der kräftigen Inlandsnachfrage allerdings schneller als die Exporte.

Das Preisklima hat sich zuletzt etwas verschlechtert; der merkliche Anstieg der Inflationsrate im Vorjahresvergleich, die sich im Oktober um mehr als einen halben Prozentpunkt auf reichlich 2,5 vH erhöhte – ohne Berücksichtigung der Hypothekenzinsen liegt das Preisniveau derzeit reichlich 3 vH über seinem Stand vor einem Jahr – überzeichnet diese Entwicklung allerdings. Er ist zu einem großen Teil dadurch bedingt, daß der Preisindex im entsprechenden Vorjahresmonat aufgrund von Sondereffekten ungewöhnlich deutlich gefallen war. Die aber auch in der Grundtendenz zu beobachtende leichte Beschleunigung des Preisauftriebs geht auf die seit längerem zu beobachtenden hohen Zuwachsraten der Geldmengenaggregate zurück. Die Löhne ziehen nun stärker an und der private Konsum expandiert kräftig. Die Arbeitslosigkeit ist weiter gesunken; die Quote liegt nun bei reichlich 7 vH und damit um mehr als drei Prozentpunkte unter dem Niveau Anfang 1993, als sie ihren Höchststand erreicht hatte.

Die Fiskalpolitik ist in diesem Jahr auf einen in etwa neutralen Kurs eingeschwenkt, nachdem sie zuvor durch Abgabenerhöhungen merklich restriktiv gewirkt hatte. Obwohl das Budgetdefizit mit etwa 4,5 vH und 1997 mit 3,5 vH – jeweils in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt – über den zunächst angestrebten Werten liegen wird, ist im November eine geringfügige Senkung der Einkommensteuer angekündigt worden. Im Gegenzug werden aber einige Verbrauchsteuern erhöht; zudem sollen die Ausgaben eingeschränkt werden. Insgesamt dürfte sich an der Ausrichtung der Finanzpolitik nichts ändern.

Von der Geldpolitik im Vereinigten Königreich gehen bereits seit längerer Zeit merklich expansive Impulse auf die wirtschaftliche Tätigkeit aus; dies ist an den hohen Zuwachsraten der Geldmengenaggregate abzulesen. Die Bank of England hat wiederholt auf die sich aus dieser Politik ergebende Gefahr einer höheren Inflation hingewiesen und eine Straffung der geldpolitischen Zügel gefordert (Bank of England 1996 a, 1996 b). Wegen der inzwischen offensichtlich gewordenen Beschleunigung des Produktionsanstiegs ist Ende Oktober der Leitzins auf Anweisung des Schatzkanzlers um einen viertel Prozentpunkt angehoben worden. Zwar ist für die nächsten Monate mit einer weiteren Zinserhöhung zu rechnen; allerdings ist angesichts der im Frühjahr anstehenden Wahlen nicht zu erwarten, daß die Regierung schon jetzt auf einen engeren Kurs ein-



schwenken wird, der erforderlich ist, um die Inflationsrate dauerhaft niedrig zu halten. Aller Erfahrung nach wird dies zur Folge haben, daß die Kurskorrektur nach dem Urnengang um so deutlicher ausfallen wird, die Zinsen also merklich steigen werden. Für den Prognosezeitraum ist lediglich mit einer Abnahme der expansiven Impulse von seiten der Geldpolitik zu rechnen. Bremsend wird sie aufgrund der zeitlichen Verzögerung der Wirkung geldpolitischer Maßnahmen allerdings erst im Jahr 1998 wirken.

Der Aufschwung wird sich zunächst etwa in dem zuletzt beobachteten Tempo, dies bedeutet mit einer laufenden Jahresrate von 3 bis 4 vH, fortsetzen. Der private Konsum wird durch die zunehmende Zahl der Beschäftigten und anziehende Löhne angeregt. Die Ausrüstungsinvestitionen werden anhaltend kräftig ausgeweitet werden, da die Rahmenbedingungen – höhere Gewinne, bessere Auslastung der Kapazitäten und niedrige Kapitalmarktzinsen – günstig bleiben. Die Bauinvestitionen werden sich beleben, zumal die Immobilienrenditen und -preise wieder steigen. Im späteren Verlauf des kommenden Jahres wird sich die Expansion des Bruttoinlandsprodukts allerdings wohl etwas abflachen. Zum einen lassen die anregenden Wirkungen der Geldpolitik nach, zum anderen wird die zuletzt erfolgte deutliche Aufwertung des Pfund Sterling die Ausweitung der Ausfuhren verlangsamen. Das Bruttoinlandsprodukt wird in diesem Jahr um knapp 2,5 vH und im nächsten um reichlich 3 vH über dem Niveau im jeweiligen Vorjahr liegen (Tabelle 4).

Tabelle 4 – Eckdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung im Vereinigten Königreich 1994–1997 – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (vH)

	1994	1995	1996 <sup>a</sup>	1997 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	3,8	2,4	2,3	3,0
Privater Verbrauch	2,6	2,0	3,0	3,5
Staatsverbrauch	1,7	1,0	1,0	1,0
Anlageinvestitionen	2,9	-0,1	4,0	6,5
Ausrüstungen	6,9	1,5	9,5	10,0
Bauten	0,0	-1,3	-1,0	3,0
Lagerinvestitionen <sup>c</sup>	0,5	0,1	-0,2	0,0
Exporte	9,2	7,2	7,0	6,5
Importe	5,4	3,9	8,0	8,0
Inlandsnachfrage <sup>b</sup>	2,9	1,5	2,5	3,5
Verbraucherpreise	2,5	3,4	2,5	3,5
Arbeitslosenquote <sup>d</sup>	9,3	8,3	7,5	6,5
Leistungsbilanzsaldo <sup>e</sup>	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo <sup>e</sup>	-6,5	-5,0	-4,5	-3,5

<sup>a</sup> Prognose. – <sup>b</sup> In Preisen von 1990 – <sup>c</sup> Veränderung der Lagerinvestitionen in vH des realen Bruttoinlandsprodukts des Vorjahres. – <sup>d</sup> In vH der Erwerbspersonen. – <sup>e</sup> In vH des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Wie Tabelle 2.

Die Inflationsrate wird sich während des Prognosezeitraums erhöhen. Aufgrund der erwarteten Leitzinsanhebungen ist mit einem Anziehen der Hypothekenzinsen zu rechnen, die ein recht großes Gewicht im Einzelhandelspreisindex haben. Aber auch ohne diesen Effekt dürfte sich der Preisauftrieb verstärken; maßgeblich für diese Verschlechterung des Preisklimas sind die Wirkungen der über eine lange Periode expansiven Geldpolitik. Die Zahl der Arbeitslosen wird weiter zurückgehen; die Arbeitslosenquote wird im Jahresdurchschnitt 1997 etwa 6,5 vH betragen.

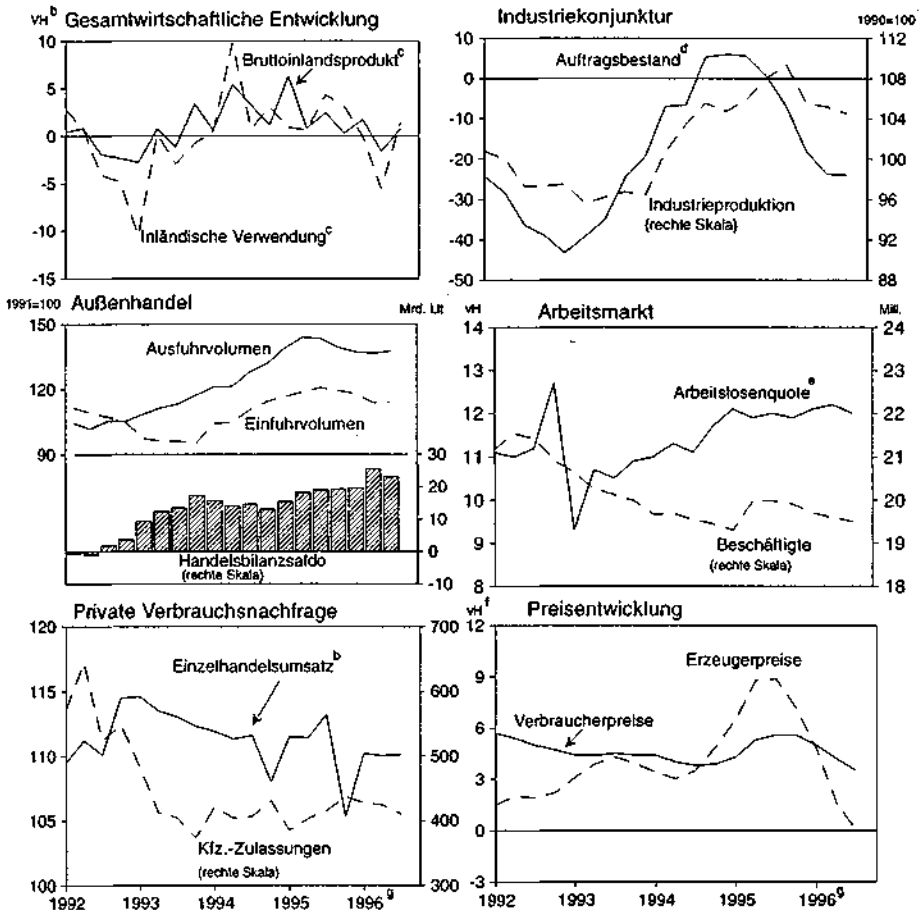
### *Wirtschaftspolitik dämpft Konjunktur in Italien*

In Italien hat die gesamtwirtschaftliche Produktion in diesem Jahr nahezu stagniert (Schaubild 6). Hierfür gab es mehrere Ursachen. Infolge der deutlichen Aufwertung der Lira – seit Mitte 1995 ist ihr realer Außenwert um etwa 18 vH gestiegen – ging der Absatz italienischer Waren im Ausland zurück. Allerdings hat sich der reale Außenbeitrag noch vergrößert, da die Importe stärker verringert wurden. Infolge der restriktiven Wirkung von Geld- und Fiskalpolitik neigt die Inlandsnachfrage zur Schwäche. Eine höhere Abgabenbelastung war neben den sinkenden Reallöhnen und der steigenden Arbeitslosigkeit dafür maßgeblich, daß das Niveau des privaten Verbrauchs in etwa unverändert blieb. Die niedrigere Kapazitätsauslastung und die besonders infolge der Liraaufwertung schlechteren Absatz- und Ertragsaussichten haben die Investitionsneigung der Unternehmen verringert. In den ersten beiden Quartalen dieses Jahres hat die Investitionstätigkeit nahezu stagniert. Einem Rückgang dürfte das Ende der steuerlichen Begünstigung reinvestierter Gewinne im Frühjahr entgegengestanden haben, da dieses sicherlich zu einem Vorziehen vieler Projekte geführt hat. Im weiteren Verlauf dieses Jahres dürften die Investitionen aber wohl deutlich eingeschränkt worden sein.

Die Inflationsrate hat sich im Verlauf dieses Jahres erheblich zurückgebildet. Betrug sie vor einem Jahr noch knapp 6 vH, ist sie im November auf reichlich 2,5 vH gefallen. Einer der Gründe für diese Entwicklung liegt in der starken Aufwertung der Lira, in deren Folge sich die Importe spürbar verbilligten. Darüber hinaus sind viele administrierte Preise gesenkt oder zumindest eingefroren worden. Auch der schwache private Konsum dürfte eine Rolle gespielt haben, zumal durch den intensiveren Wettbewerb die Preiserhöhungsspielräume kleiner werden. Die Zahl der Arbeitslosen hat wieder etwas zugenommen; die Arbeitslosenquote beträgt nun 12 vH.

Die Fiskalpolitik entfaltet schon seit einigen Jahren eine deutlich restriktive Wirkung auf die wirtschaftliche Tätigkeit. Durch den nun vorgelegten Haushalt soll das Budgetdefizit im nächsten Jahr soweit verringert werden, daß es nur noch 3 vH des nominalen Bruttoinlandsprodukts entspricht. Ob dieses Ziel tatsächlich erreicht wird, ist angesichts der sehr optimistischen Annahmen, die diesem Haushalt zugrunde liegen, unter anderem in Hinblick auf das Expansionstempo des Bruttoinlandsprodukts, zweifelhaft. Auf jeden Fall wird die Fiskalpolitik im kommenden Jahr abermals restriktiv wirken. Die Abgabenbelastung wird noch einmal erhöht werden. So ist unter anderem ein Zuschlag auf

Schaubild 6 – Indikatoren<sup>a</sup> zur konjunkturellen Entwicklung in Italien



<sup>a</sup> Saisonbereinigt. - <sup>b</sup> Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate. - <sup>c</sup> Real. - <sup>d</sup> Beurteilung durch Unternehmen im Maschinenbausektor. - <sup>e</sup> Ab Anfang 1993 neue Erhebungsmethode. - <sup>f</sup> Veränderung gegenüber dem Vorjahr. - <sup>g</sup> Teilweise geschätzt.



die Einkommensteuer vorgesehen (Euro-Steuer), der auf ein Jahr befristet ist und zum Erfüllen des Defizitkriteriums des Vertrags von Maastricht beitragen soll.

Die italienische Zentralbank hat im Juli und im Oktober den Diskontsatz um jeweils einen dreiviertel Prozentpunkt herabgesetzt. Obwohl hierdurch die geldpolitischen Zügel etwas gelockert worden sind, dürfte die Geldpolitik weiterhin restriktiv wirken. Dies äußert sich auch in der Entwicklung der Geldmengen. Während M2 nur etwas rascher expandiert, stagniert M1 weiterhin. Für den Prognosezeitraum sind neuerliche vorsichtige Zinssenkungen zu erwarten, so daß die dämpfende Wirkung der Geldpolitik allmählich abnehmen wird.

Die gesamtwirtschaftliche Produktion in Italien wird zunächst nur langsam ausgeweitet werden. Im späteren Verlauf des kommenden Jahres, wenn die restriktive Wirkung der Geldpolitik nachläßt, wird sich die Konjunktur etwas beleben. Über den größten Teil des Prognosezeitraums werden sich allein die Ausfuhren deutlich erhöhen. Zwar wird der Absatz im Ausland zunächst noch durch die Auswirkungen der Lira-Aufwertung beeinträchtigt; dieser Effekt dürfte aber nach den Erfahrungen der Vergangenheit schnell abklingen,<sup>2</sup> so daß die Ausfuhren infolge der sich verbessernden konjunkturellen Lage in Westeuropa wieder stärker expandieren. Die Inlandsnachfrage wird dagegen noch einige Zeit allenfalls geringfügig ausgeweitet werden. Der private Konsum wird von der restriktiven Fiskalpolitik gedämpft. Die voraussichtlich erstmals wieder steigenden Reallöhne werden gleichwohl zu einer geringen Zunahme führen. Bei den Investitionen – besonders bei den Ausrüstungen – ist aufgrund einer sich weiter verringernden Kapazitätsauslastung und pessimistischer Erwartungen zunächst noch ein Rückgang zu erwarten. Im Verlauf des nächsten Jahres wird eine allmähliche Erholung einsetzen, da die Zinsen am Kapitalmarkt wohl noch etwas sinken und sich die wirtschaftlichen Aussichten infolge einer weniger restriktiven Geldpolitik verbessern. Das Bruttoinlandsprodukt wird sich in diesem Jahr um knapp 1 vH und 1997 um etwa 1,5 vH erhöhen (Tabelle 5).

Tabelle 5 – Eckdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung in Italien 1994–1997 – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (vH)

	1994	1995	1996 <sup>a</sup>	1997 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	2,1	3,0	0,8	1,4
Privater Verbrauch	1,5	1,7	1,0	1,5
Staatsverbrauch	0,0	-0,5	-0,5	-1,0
Anlageinvestitionen	0,2	5,9	1,5	0,5
Ausrüstungen	7,5	11,5	1,0	-0,5
Bauten	-5,8	0,5	1,5	2,0
Lagerinvestitionen <sup>c</sup>	0,8	0,3	-0,3	-0,4
Exporte	10,5	11,6	-0,5	6,5
Importe	8,9	9,6	-3,0	2,0
Inlandsnachfrage <sup>b</sup>	1,6	2,3	0,2	0,2
Verbraucherpreise	4,0	5,4	3,9	2,8
Arbeitslosenquote <sup>d</sup>	11,3	12,0	12,0	12,5
Leistungsbilanzsaldo <sup>e</sup>	1,5	2,6	3,5	4,0
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo <sup>e</sup>	-9,0	-7,5	-7,5	-4,0

<sup>a</sup> Prognose. – <sup>b</sup> In Preisen von 1985 – <sup>c</sup> Veränderung der Lagerinvestitionen in vH des realen Bruttoinlandsprodukts des Vorjahres. – <sup>d</sup> In vH der Erwerbspersonen. – <sup>e</sup> In vH des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Wie Tabelle 2.

<sup>2</sup> Vgl. die empirischen Untersuchungen bei Lapp et al. (1995).

Der Rückgang der Inflationsrate wird sich merklich verlangsamen und im nächsten Jahr zum Stillstand kommen. Zum einen verliert der Aufwertungseffekt an Wirkung. Zum anderen steigen die Löhne stärker, so daß sich die Kosten der Unternehmen schneller erhöhen. Die Inflationsrate wird im Jahresdurchschnitt 1996 knapp 4 vH und 1997 etwa 2,5 vH betragen. Die Arbeitslosigkeit wird wohl noch etwas zunehmen; die Arbeitslosenquote wird sich im nächsten Jahr im Durchschnitt auf 12,5 vH belaufen.

### **Ausblick: Mit Schwung in das Jahr 1997**

Der konjunkturelle Aufschwung in den Industrieländern wird sich im kommenden Jahr fortsetzen. Dabei dürfte die Produktion in den einzelnen Regionen in einem weitgehend ähnlichem Tempo zunehmen. Dies ergibt sich trotz teilweise unterschiedlicher Impulse seitens der Geld- und Finanzpolitik. Im großen und ganzen als neutral ist die Geldpolitik in den Vereinigten Staaten einzuschätzen, und die wirtschaftliche Aktivität wird von der Finanzpolitik nicht gedämpft. In Westeuropa dagegen bremsen die Bemühungen um die Haushaltskonsolidierung kurzfristig die Expansion der Nachfrage; gleichzeitig ist aber die Geldpolitik auf einem Kurs, der die Konjunktur auch 1997 stimulieren wird. Dies gilt ebenfalls für die Politik der japanischen Notenbank. In Japan wird die Regierung der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte Vorrang einräumen; der Kurs der Finanzpolitik wird aber nicht so restriktiv ausfallen, daß die Erholung der Konjunktur gefährdet wird.

Die Geldpolitik in Japan und in den meisten westeuropäischen Ländern dürfte die expansive Ausrichtung in nächster Zeit beibehalten; vereinzelt werden die Leitzinsen zunächst sogar weiter gesenkt werden. Eine leichte Umkehr bei den kurzfristigen Zinsen ist allerdings für den späten Verlauf des kommenden Jahres wahrscheinlich. Nachdem sich die Konjunktur gefestigt haben wird, ist so für eine Reihe von westeuropäischen Ländern mit einer geringfügigen Anhebung der kurzfristigen Zinsen zu rechnen. Dies bedeutet aber kein Umschwenken auf einen restriktiven Kurs. Vielmehr werden die Notenbanken durch solche Schritte lediglich unterstreichen, daß sie dem Ziel der Geldwertstabilität nach wie vor hohen Rang einräumen. Damit würden sie die Konjunktur verstetigen, denn ein anhaltend expansiver Kurs wie derzeit würde Inflationsgefahren heraufbeschwören. Wird dies vermieden, setzt sich die konjunkturelle Expansion auch 1998 fort, ohne daß es zu größeren Spannungen kommt.

Im Laufe des Jahres 1997 wird die Auslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten in Westeuropa und in Japan leicht steigen; in den Vereinigten Staaten hingegen wird sie sich kaum verändern. Im Durchschnitt des Jahres dürfte die Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts der Industrieländer knapp 2,5 vH betragen (Tabelle 6). Der Welthandel erhält durch die leicht verstärkte Expansion in den Industrieländern neue Anstöße, und die Importe der übrigen Regionen nehmen weiterhin in hohem Tempo zu. Im kommenden Jahr wird das Volumen des internationalen Güteraustauschs um rund 8 vH höher sein als 1996.

Tabelle 6 – Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in den Industrieländern 1994–1997 – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (vH)

	Gewicht in vH <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
		1994	1995	1996 <sup>b</sup>	1997 <sup>b</sup>	1994	1995	1996 <sup>b</sup>	1997 <sup>b</sup>
Deutschland	11,2	2,9	1,9	1,6	2,5	3,0	1,9	1,5	1,6
Frankreich	7,1	2,8	2,2	1,3	2,7	1,7	1,8	2,0	2,0
Vereinigtes Königreich	5,1	3,9	2,4	2,3	3,0	2,5	3,4	2,5	3,5
Italien	5,1	2,1	3,0	0,8	1,4	4,0	5,4	3,9	2,5
Spanien	2,6	2,1	2,8	2,0	3,0	4,7	4,7	3,5	3,0
Niederlande	1,8	2,7	2,1	2,5	3,0	2,8	1,9	2,0	2,0
Belgien	1,3	2,2	1,9	2,0	2,5	2,4	1,5	2,0	2,0
Österreich	1,1	3,0	1,8	1,0	2,5	3,0	2,2	2,0	2,0
Schweden	1,1	3,3	3,6	2,0	2,5	2,2	2,5	0,5	1,5
Dänemark	0,8	4,4	2,8	2,0	3,0	2,0	2,1	2,0	2,5
Finnland	0,6	4,4	4,2	2,0	2,5	1,1	1,0	0,5	1,5
Griechenland	0,5	1,5	2,0	2,5	2,5	10,9	9,3	8,5	7,0
Portugal	0,5	0,7	1,9	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	1,5	2,0
Luxemburg	0,1	3,3	3,7	2,0	3,0	2,2	1,9	1,5	1,5
Europäische Union	39,2	2,9	2,4	1,7	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	5,0	3,3	3,5	3,0	1,4	2,5	1,0	2,0
Westeuropa	41,3	2,9	2,3	1,7	2,5	2,8	2,8	2,2	2,2
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	4,0	2,0	0,7	-0,1	0,1	1,1
Kanada	2,6	4,1	2,3	1,5	2,6	0,2	2,2	1,4	1,8
Länder insgesamt	100,0	2,5	1,9	2,5	2,3	2,2	2,1	1,9	2,1

<sup>a</sup> Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts von 1995. – <sup>b</sup> Prognose.

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

### EWU: Glaubwürdigkeit erfordert eine strenge Interpretation der Kriterien

Derzeit wird der Start der Europäischen Währungsunion (EWU) zum 1. Januar 1999 angestrebt. Im Frühjahr 1998 soll bestimmt werden, welche Mitgliedsländer der Europäischen Union von Beginn an teilnehmen. Die Entscheidung wird anhand der in Artikel 109j (1) des Vertrages von Maastricht festgelegten Konvergenzkriterien gefällt, wobei die realisierten Werte des Jahres 1997 herangezogen werden sollen.

Diese Kriterien sind unterschiedlich genau beschrieben. Die Bedingungen bezüglich der Inflationsrate und der langfristigen Zinsen sind exakt definiert. So darf die Inflationsrate in einem teilnehmenden Land um nicht mehr als 1,5

Prozentpunkte über derjenigen der – höchstens drei – Mitgliedstaaten liegen, die bezüglich der Preisniveaustabilität das beste Ergebnis erzielt haben. Ähnlich ist das Kriterium in bezug auf die Kapitalmarktzinsen gefaßt: Die Differenz zwischen der Rendite entsprechender Anleihen und derjenigen in den drei Ländern mit dem geringsten Preisauftrieb darf nicht mehr als zwei Prozentpunkte betragen. Bei diesen Kriterien ergeben sich also praktisch keine Probleme bei der Auslegung.<sup>3</sup>

Auch das Kriterium bezüglich eines stabilen Wechselkurses ist an sich klar definiert. Voraussetzung für die Teilnahme an der EWU ist die Einhaltung der normalen Bandbreiten im Europäischen Wechselkurssystem (EWS) in den zwei Jahren vor der Prüfung. Probleme ergeben sich aber daraus, daß seit dem Abschluß des Vertrages die Bandbreiten im EWS von  $\pm 2,25$  vH auf  $\pm 15$  vH erweitert worden sind. Es ist umstritten, ob die größeren Korridore als normale Bandbreiten zu interpretieren sind.<sup>4</sup> Wäre dies so, könnte man das Kriterium nicht als geeigneten Test auf das Vorherrschen stabiler Wechselkurse ansehen. Gleichgültig, welche Bandbreiten als Maßstab herangezogen werden, wird dieses Kriterium von Finnland und Italien nicht erfüllt, da diese Länder erst im Oktober bzw. im November und nicht schon im Frühjahr dieses Jahres – wie dies dem Vertrag nach für eine Teilnahme vom 1. Januar 1999 an notwendig gewesen wäre – dem EWS beigetreten sind.

Sehr ungenau ist in dem Vertrag dagegen das Kriterium bezüglich einer „Haushaltsslage ohne übermäßiges Defizit“ formuliert. Zwar werden im beiliegenden Protokoll Referenzwerte für das Budgetdefizit und für den Schuldenstand des Staates festgesetzt; diese sollen eine Größenordnung von 3 bzw. 60 vH des Bruttoinlandsprodukts nicht überschreiten. Allerdings sind in Artikel 104c des Vertrages Ausnahmen zugelassen, nach denen auch ein Verfehlen der Referenzwerte die Aufnahme in den gemeinsamen Währungsraum nicht verhindern muß. So ist es nach dem Wortlaut des Vertrages ausreichend, daß die Schuldenquote „hinreichend rückläufig ist und sich rasch genug dem Referenzwert nähert“. Bezüglich des Haushaltsfehlbetrags besteht nach dem Vertrag die Möglichkeit, die Entscheidungen auch anhand der geplanten Werte zu treffen. Da ferner noch eine Reihe anderer Aspekte berücksichtigt werden können, wäre mit den Bestimmungen des Vertrages die Aufnahme auch solcher Mitglieder zu rechtfertigen, die den Referenzwert beträchtlich verfehlen.<sup>5</sup>

---

<sup>3</sup> Die einzige Unklarheit in bezug auf diese beiden Kriterien besteht darin, ob der Referenzwert für die Inflationsrate auf Grundlage des Durchschnitts der Ergebnisse der betreffenden drei Länder oder anhand des Resultats des drittbesten Landes berechnet wird (Europäische Kommission 1996: 28–29).

<sup>4</sup> So schreibt z. B. die Deutsche Bundesbank zu dieser Frage: „Die nähere Präzisierung des Begriffs der normalen Bandbreite steht nach der Margenerweiterung von 1993 zwar noch aus und soll erst zum vertraglich vorgesehenen Zeitpunkt der Konvergenzprüfung vorgenommen werden. Die derzeit geltende Bandbreite von  $\pm 15$  vH kann aber keinesfalls als Maßstab gelten.“ (Deutsche Bundesbank 1996: 102).

<sup>5</sup> So gilt das Kriterium auch als erfüllt, wenn die Defizitquote „erheblich und laufend zurückgegangen ist und einen Wert in der Nähe des Referenzwertes erreicht hat“ oder „der Referenzwert nur ausnahmsweise und vorübergehend überschritten wird und das Verhältnis in der Nähe des

Allerdings ist seit Abschluß des Vertrages bis zuletzt immer wieder versichert worden, daß die Referenzwerte bei der Prüfung auf Erfüllung der Kriterien strikt beachtet würden, da nur so eine stabile gemeinsame Währung zu gewährleisten sei.<sup>6</sup> Für den Schuldenstand wird zwar allgemein nicht auf einem Erreichen des Referenzwertes von 60 vH beharrt, sondern es wird nur – wie es der Vertrag bestimmt – ein hinreichend rückläufiger Schuldenstand gefordert. Hier besteht offensichtlich das Problem darin, daß der Ausdruck „hinreichend rückläufig und rasch genug“ nicht genau definiert ist.<sup>7</sup> Bei dem Referenzwert bezüglich des Defizits ist aber eine sehr strenge Interpretation angekündigt worden.<sup>8</sup> Bei den in der Vergangenheit durchgeführten Überprüfungen hinsichtlich des übermäßigen Defizits hat sich die Europäische Kommission hieran auch gehalten. Dies zeigt sich z. B. daran, daß gegen Deutschland, das im Jahr 1995 ein Defizit in einer Größenordnung von 3,5 vH des Bruttoinlandsprodukts aufwies, ein diesbezügliches Verfahren eingeleitet wurde.

Nahezu alle Regierungen haben für das nächste Jahr Budgetansätze vorgelegt, in denen eine Rückführung des Defizits auf eine Größenordnung vorgesehen ist, die unter dem betreffenden Referenzwert oder zumindest in seiner Nähe liegt. Allerdings basieren diese Pläne häufig auf recht optimistischen Annahmen bezüglich der konjunkturellen Entwicklung im nächsten Jahr oder in Hinblick auf die dabei unterstellten Einnahmen und Ausgaben des Staates. So erscheint es fraglich, ob die gesetzten Ziele erreicht werden. Zudem wird der Fehlbetrag in einigen Ländern auf eine Weise verringert, die diese Erfolge zu einem großen Teil nicht als dauerhaft erscheinen lassen, sei es, daß Abgaben nur für das Jahr 1997 erhöht werden, sei es, daß das niedrige Defizit aufgrund von Buchungen erreicht wird, die sich so nicht wiederholen lassen. Dies läßt Zweifel daran aufkommen, daß die Regierungen der Mitgliedsländer tatsächlich dauerhaft die Budgetdefizite begrenzen werden, wie dies immer wieder als Voraussetzung für eine stabile europäische Währung genannt wird.<sup>9</sup>

---

Referenzwertes bleibt.“ Das Problem bei diesen Bestimmungen liegt offensichtlich darin, daß die Ausdrücke „Nähe des Referenzwertes“ und „erheblich“ nicht genau bestimmt sind. Zudem ist es nicht möglich zu überprüfen, ob der Referenzwert nur vorübergehend überschritten wurde, da die zukünftigen Werte nicht bekannt sind. Aber auch in dem Fall, daß diese Ausnahmeregelungen nicht anwendbar sind, kann ein Land noch aufgenommen werden, da Artikel 104 c (3) in diesem Fall die Beachtung anderer Kennzahlen wie z. B. des Verhältnisses des Defizits zu den Ausgaben für öffentliche Investitionen vorsieht.

<sup>6</sup> „In diesem Sinne hat der Europäische Rat im Dezember 1995 die strikte Einhaltung aller Konvergenzkriterien als Grundvoraussetzung für die Einführung der einheitlichen Währung bestätigt.“ Deutsche Bundesbank (1996:104).

<sup>7</sup> Eine Präzisierung, wie sie z. B. von Lehment und Scheide (1995) angeregt wurde, ist von politischer Seite stets abgelehnt worden.

<sup>8</sup> „Drei heißt drei. Wer die Ist-Kriterien erfüllt, hat das Recht, in die Währungsunion zu gelangen. Aber es muß auch die mittelfristige Linie stimmen. Wenn absehbar ist, daß ein Land nach Verbrauch von Einmaleffekten in 1997 dann 1998 wieder klar über die drei Prozent kommt, dann kann es selbstverständlich nicht dazugehören.“ Waigel (1996: 22).

<sup>9</sup> „Die meisten Mitgliedstaaten haben bis jetzt noch keine als mittelfristig tragbar zu bezeichnende Haushaltslage erreicht. Hinsichtlich der Frage der Dauerhaftigkeit sei darauf hingewiesen: Die Verringerung des Defizits durch Maßnahmen mit einmaliger Wirkung gewährleistet keine dauer-



Bei der im Frühjahr 1998 anstehenden Entscheidung ist es – nicht zuletzt in Hinblick auf die in der Bevölkerung weit verbreitete Skepsis gegenüber der EWU – von großer Bedeutung, daß die Ankündigungen, die Referenzwerte würden strikt beachtet werden, eingehalten werden. Geschieht dies nicht, würde dies zwar möglicherweise die Bestimmungen des Vertrages von Maastricht formell nicht verletzen. Ein solches Vorgehen würde aber weithin als eine Aufweichung der Kriterien angesehen und hätte daher einen beträchtlichen Verlust an Glaubwürdigkeit zur Folge. Es wird nämlich kaum zu vermitteln sein, daß Grenzwerte, deren Berücksichtigung lange Zeit als Voraussetzung für eine stabile Währung bezeichnet worden sind,<sup>10</sup> keine Bedeutung haben sollen.<sup>11</sup> Wenn hingegen so vorgegangen wird wie versprochen, und sich herausstellen sollte, daß nur wenige Länder in die Währungsunion aufgenommen werden können, machte diese ökonomisch keinen Sinn. Deshalb sollte in diesem Fall der Starttermin verschoben werden.

Gegen eine Verschiebung des Starttermins der EWU werden vor allem zwei Argumente vorgebracht. Das erste lautet, daß diese das Ende des Vorhabens einer gemeinsamen Währung bedeuten würde, da die Anstrengungen der beteiligten Länder im Hinblick auf eine Konsolidierung ihrer Staatsfinanzen nachlassen würden; die Idee der europäischen Einigung würde unheilbaren Schaden erleiden. Wenn die einzelnen Staaten im Fall einer Verschiebung tatsächlich ihre Bemühungen um eine Verringerung der Defizite und der Verschuldung einstellen würden, wäre dies ein Indiz dafür, daß die derzeitige Konsolidierungspolitik nicht wie behauptet aus Überzeugung, sondern unter Zwang erfolgt. Eine Verschiebung der Währungsunion ist dann kein Fiasko, sondern notwendig, da eine dauerhaft stabilitätsorientierte Finanzpolitik offenbar nicht durchsetzbar wäre. Zudem ist zu bedenken, daß dem Gedanken einer europäischen Einigung auch bei einer weichen Auslegung der Kriterien Gefahr droht. In diesem Fall würde die neue Währung mit einem Vertrauensmalus starten. Um Vertrauen zurückzugewinnen, sähe sich die Europäische Zentralbank möglicherweise zu einer restriktiven Politik veranlaßt, die eine Rezession zur Folge haben könnte; so würde in der Bevölkerung der Euro bzw. die europäische Einigung schnell mit steigenden Zinsen und höherer Arbeitslosigkeit gleichgesetzt. Dies würde dem Integrationsgedanken wohl einen größeren Schaden zufügen als eine Verschiebung.

---

hafte Konsolidierung. Große Aufmerksamkeit muß der Substanz und nicht nur der Buchungsmethode bei der Messung der Defizite und der Schuldenstände geschenkt werden. Konsolidierungsanstrengungen müssen um so energischer sein, je größer die anfängliche Verschuldung ist.“ EWU (1996: III).

<sup>10</sup> „Eine gesunde und tragfähige Haushaltslage, die zu einem Rückgang der Schuldenquote führt, wo diese zu hoch ist, ist eine zentrale Voraussetzung für die Erhaltung von Stabilität und niedrigen Zinsen sowie die Förderung des Wirtschaftswachstums und der Beschäftigung.“ Europäische Kommission (1996: 43).

<sup>11</sup> Im Rahmen dieser Argumentation ist es unerheblich, ob es eine ökonomische Rechtfertigung der Referenzwerte bzw. eines finanzpolitischen Kriteriums zum Eintritt in die Währungsunion gibt oder nicht.

Ein zweites Argument gegen eine Verschiebung verweist auf die Gefahr von Turbulenzen an den Devisen- und Kapitalmärkten. Solche Turbulenzen – also markante Änderungen der Wechselkurse und höhere Kapitalmarktzinsen in einigen Ländern – wären aber nur ein Indiz dafür, daß aus Sicht der Märkte die nötige Konvergenz der einzelnen Volkswirtschaften noch nicht erreicht ist, d. h. die Voraussetzungen für eine erfolgreiche Währungsunion nicht gegeben sind. Auch dann wäre ein späterer Starttermin die bessere Lösung.

Zusammenfassend ist festzustellen, daß die Argumente gegen eine Verschiebung der Währungsunion nicht überzeugen können. Unabhängig davon, wie die Kriterien im Frühjahr 1998 ausgelegt werden und ob es zu einer Verschiebung kommt oder nicht, ist ein Stabilitätspakt unverzichtbar. Denn es muß gewährleistet werden, daß die Finanzpolitik in den Teilnehmerländern auch nach der Gründung der EWU auf Dauer stabilitätsorientiert bleibt. Eine solche Vereinbarung kann aber nur die gewünschte Wirkung entfalten, wenn sie bestimmten Anforderungen genügt. So muß ein solches Abkommen spürbare Sanktionen festlegen und genau bestimmen, wann diese in Kraft treten. Etwaige Ausnahmeregelungen müssen präzisiert werden. Von großer Bedeutung ist, daß möglichst wenig diskretionäre Entscheidungen gefällt werden müssen. Eine lange Reihe verschiedener Beschlüsse, wie sie derzeit vom Maastrichter Vertrag bei der Prüfung auf das Vorhandensein eines übermäßigen Defizits vorgesehen ist, darf es nicht geben. Auch ist nicht glaubhaft zu machen, daß die Finanzminister der Mitgliedstaaten, die teilweise selbst betroffen sind, ein Einvernehmen über Sanktionen erzielen (Siebert 1996). Da die Formulierung einer Regel, die alle nötigen Ausnahmefälle berücksichtigt, wohl kaum möglich ist, ist ein diskretionäres Element bei der Einleitung der Sanktionen allerdings nicht vollständig auszuschließen. Diese Entscheidung sollte aber nicht vom Europäischen Rat, sondern von unabhängigen Dritten getroffen werden (Arbeitsgemeinschaft 1996: 34).

Der Widerstand, der derzeit von vielen Ländern einer solchen Ausgestaltung des Stabilitätspakts entgegengestellt wird, erklärt sich sicherlich zu einem großen Teil daraus, daß es für diese Staaten bereits heute absehbar ist, daß schon bald Sanktionen gegen sie ergriffen würden. Somit ergibt sich auch im Hinblick auf einen wirksamen Stabilitätspakt ein Argument für die Verschiebung des Starttermins der EWU. Dann hätten nämlich die Länder mit hohen Defizit- bzw. Schuldenquoten die Möglichkeit, die Konsolidierung ihres Staatshaushalts voranzubringen und Sanktionen gegen sich zu vermeiden. Der Abschluß eines Stabilitätspakts mit strengen Regeln würde so erleichtert.

## Summary

### **Industrial Countries: Upswing Continues, Inflation Remains Low**

The cyclical situation in industrial countries has improved in the course of this year. Western Europe has overcome last year's weakness; real GDP increased at an annual rate of 2 percent during the summer. Production in Japan was quite erratic; due to the effects of the stimulation package, production increased

sharply in the first quarter but declined thereafter. The US economy also grew a little faster than last year although the expansion remained moderate; the widely expected overheating was avoided. Real GDP for the industrial countries as a whole is likely to increase by 2.5 percent this year. The development on labor markets remained largely unchanged. In western Europe, a decline of unemployment remained the exception. The situation in Japan improved somewhat, and unemployment fell just a little below the record level reached during the spring. In the United States, however, employment continued to go up strongly, and unemployment reached a very low level. Inflation remained moderate; on average, the rate has been near 2 percent for three years in a row. A few countries even came close to price level stability.

### *Strong Momentum in 1997*

The recovery will continue in the course of 1997. Production will rise at roughly the same rate in the various regions. In Japan and in western Europe, capacity utilization will go up moderately but will remain largely unchanged in the United States. On average, real GDP will increase by just a little less than 2.5 percent in the industrial countries. Later next year, a few central banks in western Europe may start to raise key interest rates moderately, thus underscoring their commitment to price level stability. Such moves would be a contribution to a stable expansion of the economies since the present stimulative stance cannot be continued for long without creating inflationary pressures. A more cautious policy would be a good condition for a stable upturn also in 1998.

### *EMU: Credibility is at Stake*

In the spring of 1998, the decision will be made whether the European Monetary Union can start in 1999 and which countries can participate from the beginning. On the basis of the data for 1997, it will be checked whether the EU-members meet the Maastricht criteria.

The fiscal criteria are obviously very critical. Although the Maastricht Treaty mentions exact reference values for the government deficit ratio and debt ratio of 3 percent and 60 percent, respectively, many exceptions are possible. Therefore, countries may become members of EMU even if they miss these targets. However, it has been promised until recently by politicians, central bankers and European institutions that the reference values will be strictly applied. The decision makers should stick to this commitment. If they do not, they may not necessarily act against the Treaty. However, the public which is very skeptical anyhow may interpret that as a softening of the criteria; such an interpretation would result in a loss of confidence in policy makers. If the criteria are interpreted strictly, it may turn out that only very few countries would qualify for EMU. The monetary union would then not make much sense economically and should therefore be postponed.

### *Postponement May Make Stability Pact More Likely*

Postponing the start of EMU would not, as it is often claimed, mean the end of a common currency or even European integration. If governments really stopped their efforts of consolidating their budgets, this would only mean that they are not really convinced by the need for such a policy anyhow. Under these circumstances, postponement is even necessary because stable fiscal policies do not appear to be feasible. Softening the criteria is likely to be especially negative for European unification. The Euro would start with a lack of confidence, resulting in higher interest rates and a lower value of the currency. The European Central Bank may then, in order to restore confidence, have to raise interest rates which may provoke a cyclical downturn. Thus the monetary union would be viewed by the public as a cause for higher interest rates and rising unemployment – certainly a more serious blow to the idea of European integration than a postponement. It is true that turbulences on financial markets may occur if EMU is postponed. However, they would merely reflect a lack of confidence in future economic policy, and they would indicate that the markets do not judge the convergence among the economies as being sufficient for a successful monetary union.

Independent of the decisions made in the spring of 1998, a stability pact with strict rules is necessary to ensure sound fiscal policies after EMU will have started. The resistance against such a stability pact in part stems from the fact that some countries expect sanctions against them already in the near future. Therefore, a postponement would make a functioning stability pact more acceptable because the countries with high deficits or debt levels will have a chance to reduce them and, thus, avoid having to face sanctions.

### **Literaturverzeichnis**

- Arbeitsgemeinschaft deutscher wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute e.V. (1996). *Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Herbst 1996*. Berlin.
- Bank of England (1996a). *Inflation Report*. August. London.
- (1996b). *Inflation Report*. November. London.
- Deutsche Bundesbank (1996). *Geschäftsbericht 1995*. Frankfurt am Main.
- Döpke, J., und K.-J. Gern (1993). Indikatoren für die konjunkturellen Wirkungen der Geldpolitik – Evidenz aus sechs großen Industrieländern. Kieler Arbeitspapiere 593. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Europäische Kommission (1996). *Bericht über die Konvergenz in der Europäischen Union 1996*. November. Brüssel.
- EWI (Europäisches Währungsinstitut) (1996). *Wege zur Konvergenz 1996*. November. Frankfurt am Main.
- Lapp, S., J. Scheide und R. Solveen (1995). Determinants of Exports in the G7-Countries. Kieler Arbeitspapiere 707. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- 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.
- OECD (1996). *Main Economic Indicators*. November. Paris.
- Siebert, H. (1996). Ein wirksamer Stabilitätspakt ist unverzichtbar. *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 3. Dezember: 18.
- U. S. Department of Commerce (1996). *Survey of Current Business*. September. Washington, D. C.
- Waigel, T. (1996). Spiegel-Gespräch. *Der Spiegel*. 14. November: 22–28.