

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

**Article — Digitized Version**

## Aufschwung in den Industrieländern verstärkt sich bei expansiver Geldpolitik

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; Schlie, Markus;  
Solveen, Ralph (1997) : Aufschwung in den Industrieländern verstärkt sich bei expansiver  
Geldpolitik, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 1, pp. 9-35

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/1708>

**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.*

## **Aufschwung in den Industrieländern verstärkt sich bei expansiver Geldpolitik**

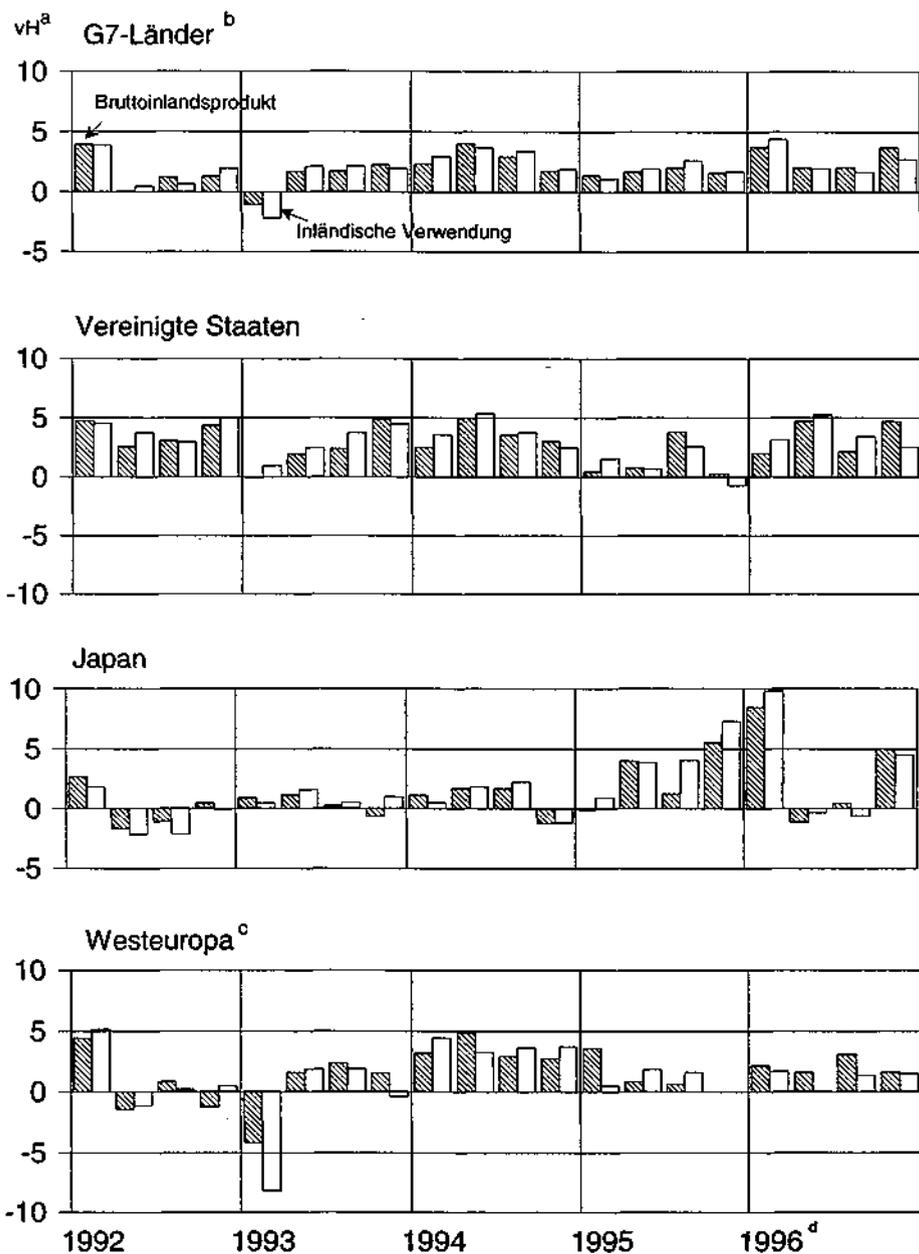
Von **Klaus-Jürgen Gern, Klaus-Werner Schatz, Joachim Scheide, Markus Schlie und Ralph Solveen**

Die Konjunktur in den Industrieländern hat 1996 an Kraft gewonnen. Im Jahresdurchschnitt übertraf das reale Bruttoinlandsprodukt das Niveau im Vorjahr um rund 2,5 vH. In der laufenden Entwicklung gab es ausgeprägte Unterschiede zwischen den einzelnen Regionen (Schaubild 1). In Westeuropa wurde im Frühjahr die Flaute überwunden, und die gesamtwirtschaftliche Produktion expandierte danach kräftig; eine Belebung der Investitionstätigkeit sowie eine spürbare Zunahme der Exporte prägten das Konjunkturbild. Die Erholung der japanischen Wirtschaft festigte sich erst im späteren Verlauf des Jahres; dabei zogen zunächst die Unternehmensinvestitionen und schließlich auch die Ausfuhren deutlich an. In den Vereinigten Staaten setzte sich die Aufwärtsentwicklung unter leichten Schwankungen fort, und die Auslastung der Kapazitäten erhöhte sich etwas; gegen Jahresende beschleunigte sich der Produktionsanstieg vor allem im Zusammenhang mit einer ungewöhnlich raschen Ausweitung der Exporte.

Die kräftige Expansion der Wirtschaft in den Entwicklungs- und Schwellenländern stützte die Exporttätigkeit der Industrieländer; die Zunahme der Nachfrage aus Mittel- und Osteuropa verstärkte sich sogar etwas. Günstig auf das Konjunkturklima wirkte sich zudem aus, daß die langfristigen Zinsen – nach dem zwischenzeitlichen Anstieg – seit dem Sommer 1996 deutlich zurückgingen. In Japan und in Westeuropa erhielt die Konjunktur zudem kräftige Impulse durch die Geldpolitik. Großenteils sind die Leitzinsen fortgesetzt gesenkt worden und haben ein äußerst niedriges Niveau erreicht; zumeist beschleunigte sich die Geldmengenexpansion. Fast alle Länder Westeuropas verzeichneten darüber hinaus eine Abwertung ihrer Währungen gegenüber dem Dollar, so daß die Ausfuhren angeregt wurden. Noch ausgeprägter war der erneute Kursrückgang des japanischen Yen; der reale Außenwert verminderte sich im Verlauf des Jahres 1996 um rund 10 vH. Nachdem dort die Stärke der Währung über Jahre hinweg die Wirtschaft belastet hatte, erholten sich im vergangenen Jahr die Ausfuhren spürbar.

Die Verbraucherpreise erhöhten sich 1996 wie schon in den beiden Vorjahren um durchschnittlich rund 2 vH. Eine nennenswerte Beschleunigung der Inflation war in keinem der Industrieländer zu verzeichnen, vereinzelt wurde sogar Preisniveaustabilität erreicht. Die Situation auf dem Arbeitsmarkt hat sich in den einzelnen Regionen wenig geändert. In den Vereinigten Staaten herrscht seit geraumer Zeit Vollbeschäftigung, während in Japan die Arbeitslosigkeit erst beginnt, sich von dem – für japanische Verhältnisse – hohen Niveau zurückzubilden. Differenziert ist die Entwicklung in Westeuropa. Während in einigen Ländern die Arbeitslosigkeit trotz der konjunkturellen Besserung nochmals stieg

Schaubild 1 – Konjunkturelle Entwicklung in den großen Industrieländern



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

und vereinzelt sogar neue Höchststände erreichte, nahm die Erwerbslosigkeit in anderen Ländern vor allem als Folge des verstärkten Einsatzes von arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen ab.

Die Rahmenbedingungen für eine Fortsetzung des Aufschwungs in den Industrieländern sind günstig. Derzeit bestehen keine ausgeprägten Spannungen, die darauf hindeuten würden, daß die Konjunktur demnächst einen Rückschlag erleidet; der Auftrieb der Preise und der Löhne ist moderat, so daß die Wirtschaftspolitik sich nicht zu einem Kurswechsel veranlaßt sehen dürfte. Von großer Bedeutung für die weitere Entwicklung in den Jahren 1997 und 1998 sind die Weichenstellungen der Geldpolitik und der Finanzpolitik. In den Ländern der Europäischen Union werden diese maßgeblich von der Entscheidung über die Europäische Währungsunion (EWU) beeinflusst. Hinsichtlich des Starttermins und des Teilnehmerkreises, aber auch bezüglich des Umstellungsverfahrens der Wechselkurse gibt es keine Festlegungen. Daher sind bezüglich dieser Rahmenbedingungen Annahmen nötig, die im folgenden erläutert werden. Generell gilt, daß die Prognose der wirtschaftlichen Entwicklung in den westeuropäischen Ländern wegen der großen Unsicherheit im Zusammenhang mit der EWU derzeit mit größeren Risiken behaftet ist als üblich.

### **Geldpolitik in Westeuropa wird im Vorfeld der Europäischen Währungsunion expansiver**

In den meisten westeuropäischen Ländern ist die Geldpolitik seit geraumer Zeit gelockert worden; die kurzfristigen Zinsen sind spürbar gesunken und die Geldmenge nimmt fast überall in raschem Tempo zu. Dieser Kurs hat die konjunkturelle Wende in Europa herbeigeführt, die sich in der ersten Hälfte des vergangenen Jahres einstellte. In diesem und im kommenden Jahr wird die Politik der Notenbanken wesentlich von der Entscheidung über die Europäische Währungsunion beeinflusst werden. Offenbar sind die Regierungen der EU-Staaten entschlossen, an dem Starttermin 1. Januar 1999 festzuhalten. Wir rechnen daher nicht mit einer Verschiebung der EWU. Aus den Entscheidungen über die Zahl der Teilnehmer und über das Verfahren hinsichtlich der Umtauschkurse ergeben sich neue Rahmenbedingungen für die Geldpolitik in Europa insgesamt und auch für einzelne Länder.

Möglich ist, daß es zu einer kleinen Währungsunion kommt, zu der dann vermutlich die Länder des sogenannten DM-Blocks – also Deutschland, Frankreich, die Niederlande, Belgien, Österreich und Luxemburg – gehören würden. Diese Entscheidung könnte für die nicht berücksichtigten Länder – also etwa Italien, Spanien und Portugal – an den internationalen Finanzmärkten zu einem Malus führen, weil dann an der Dauerhaftigkeit ihrer Stabilitätsbemühungen gezweifelt würde. Ihre Währungen, die in letzter Zeit zum Teil deutlich an Wert gewonnen haben, würden unter Druck geraten, und die langfristigen Zinsen, die sich schon sehr weit an diejenigen beispielsweise in Deutschland angenähert haben, würden wieder deutlich steigen. Die Notenbanken dieser Staaten müßten vermutlich die Leitzinsen anheben, um einer solchen Entwicklung entgegenzuwirken und internationales Vertrauen in ihre Stabilitätsbemühungen zu ge-

winnen; ein Abgleiten des Wechselkurses werden sie auch deshalb zu verhindern suchen, um sich den Beitritt zu einem späteren Zeitpunkt zu ermöglichen. Diese geldpolitische Restriktion würde die Konjunktur in den betreffenden Ländern erheblich dämpfen und – über eine geringere Importnachfrage – auf die übrigen westeuropäischen Länder ausstrahlen.

Für die Prognose wird aber unterstellt, daß der Teilnehmerkreis der EWU groß sein wird. Während die Mitgliedschaft Dänemarks, Griechenlands, Schwedens und des Vereinigten Königreichs aus verschiedenen Gründen unwahrscheinlich ist, werden die übrigen Länder, sofern sie es weiterhin wünschen,<sup>1</sup> von Beginn an teilnehmen. Wir erwarten also, daß die Entscheidung im Frühjahr 1998 auch zugunsten solcher Länder fällt, die nicht alle Referenzwerte des Maastrichter Vertrags erreicht haben werden. Zu der vielfach versprochenen strikten Auslegung der Kriterien wird es unserer Ansicht nach nicht kommen. Für diese Einschätzung spricht, daß – wäre die strenge Einhaltung ausschlaggebend – heute schon eine Reihe von Ländern aus dem Kreis der Bewerber ausgeschlossen werden müßten, weil sie mit Sicherheit mindestens ein Kriterium verfehlen.<sup>2</sup> Eine solche Entscheidung ist aber von politischer Seite nicht getroffen worden. Die Entwicklung an den Finanzmärkten läßt darauf schließen, daß auch dort mit einer großzügigen Handhabung gerechnet wird: Die Differenz zwischen den Kapitalmarktzinsen in den einzelnen Ländern und denen in Deutschland hat sich in einem größeren Ausmaß verringert als die Unterschiede in den Inflationsraten (Lapp et al. 1996).

Durch die Entscheidung im Frühjahr 1998 werden die Weichen für eine einheitliche Geldpolitik in Europa gestellt (vgl. die ausführliche Analyse von Scheide und Solveen 1997). Mit Beginn der Währungsunion wird es zwischen den Ländern naturgemäß keine Unterschiede mehr bei den kurzfristigen Zinsen geben. Noch bestehende Differenzen können aber bereits dann abgebaut werden, wenn der Teilnehmerkreis der EWU feststehen wird. Dies hat für den weiteren Kurs der Geldpolitik in einigen Ländern erhebliche Konsequenzen. So liegen die Geldmarktzinsen derzeit in Italien um rund vier, in Spanien und in Portugal um rund drei Prozentpunkte über den entsprechenden Sätzen in Deutschland bzw. in den anderen Niedrigzinsländern. Die Länder mit relativ hohen Zinsen dürften ein großes Interesse daran haben, die Leitzinsen rasch zu senken, und sie werden es auch tun, weil nach Festlegung des Teilnehmerkreises kein Risiko mehr besteht, daß ihre Währungen unter Druck geraten. Damit wird im Verlauf des Jahres 1998 die Geldpolitik in diesen Ländern merklich expansiver werden; und die Lockerung verstärkt auch den expansiven Kurs der Geldpolitik in Westeuropa insgesamt.

Es ist nicht damit zu rechnen, daß die Zentralbanken in den Ländern mit derzeit niedrigen Zinsen die geldpolitischen Zügel gleichzeitig spürbar straffen.

---

<sup>1</sup> Unklar ist derzeit zum Beispiel ob Irland fest entschlossen ist, von Beginn an zur Währungsunion zu gehören.

<sup>2</sup> Fest steht beispielsweise schon, daß fünf Länder das Kriterium der Wechselkursstabilität nicht erfüllen werden, weil sie entweder dem EWS nicht angehören bzw. später als es erforderlich gewesen wäre beigetreten sind.

Zwar ist eine leichte Anhebung der Leitzinsen im Verlauf des Jahres 1998 wahrscheinlich, doch wird diese angesichts des lebhaften konjunkturellen Aufschwungs lediglich dazu führen, daß das Expansionstempo der Geldmenge sich nicht deutlich beschleunigt. Insgesamt bedeuten die von uns erwarteten Zinsschritte in den einzelnen Ländern, daß die Geldpolitik in Westeuropa expansiver wird.<sup>3</sup>

Die Geldpolitik in Westeuropa wird damit 1998 im vierten Jahr in Folge expansiv sein. Aus der von uns erwarteten Lockerung ergeben sich zusätzliche Anstöße für die Konjunktur, aber auch Gefahren für die Preisniveaustabilität. Der Preisauftrieb dürfte sich 1998 leicht und nochmals 1999 merklich beschleunigen. Dies dürfte dazu beitragen, daß das Mißtrauen gegenüber dem Versprechen, die EWU werde eine Stabilitätsgemeinschaft sein, wächst. Folglich ist damit zu rechnen, daß die langfristigen Zinsen in Europa anziehen und die europäischen Währungen sich gegenüber Drittwährungen – namentlich gegenüber dem Dollar – abwerten werden. All diese Faktoren belasten den Start der EWU. Die Europäische Zentralbank müßte schon von Beginn an eine restriktive Politik verfolgen, um ihre Stabilitätsorientierung zu demonstrieren.

### **Fiskalpolitik: Konsolidierungsanstrengungen in Westeuropa lassen 1998 nach**

In diesem Jahr ist die westeuropäische Fiskalpolitik von dem Bemühen geprägt, die Referenzwerte des Vertrags von Maastricht für eine Teilnahme an der Europäischen Währungsunion nicht zu überschreiten. In nahezu jedem Mitgliedsland der Europäischen Union sind Maßnahmen ergriffen worden, um die Fehlbeiträge in den Haushalten zurückzuführen. Der Schwerpunkt liegt häufig auf der Anhebung indirekter Steuern und der Abgaben zu den in vielen Fällen stark defizitären Sozialversicherungen. Auf der Ausgabenseite wurden zumeist der Anstieg der Sozialausgaben eingeschränkt und öffentliche Investitionsvorhaben aufgeschoben. Insgesamt dürfte die Fiskalpolitik 1997 die wirtschaftliche Tätigkeit also spürbar dämpfen. Die Abnahme der Defizite ist allerdings nicht nur auf die Konsolidierungsbemühungen zurückzuführen, sondern zum Teil auch auf andere Faktoren wie z. B. die infolge des allgemeinen Absinkens des Zinsniveaus verringerte Belastung durch den Schuldendienst.<sup>4</sup>

---

<sup>3</sup> Einige Notenbanken, insbesondere die Deutsche Bundesbank, werden vermutlich darauf drängen, die Zinsen stärker anzuheben, um der Gefahr eines zu raschen Aufschwungs und den damit verbundenen Risiken für die Preisniveaustabilität zu begegnen. Wir erwarten jedoch nicht, daß sich die mehr stabilitätsorientierten Notenbanken durchsetzen werden, denn merkliche Zinserhöhungen dürften angesichts der gravierenden Probleme auf dem Arbeitsmarkt auf Ablehnung bei zahlreichen Regierungen und Notenbanken stoßen. Sie lassen sich auch nicht mehr – wie früher – so leicht durchsetzen, da die D-Mark ihre Funktion als Leitwährung einbüßt.

<sup>4</sup> Neben den hier genannten Maßnahmen zur Verringerung des Budgetdefizits werden andere durchgeführt, die nur Auswirkungen auf den ausgewiesenen Schuldenstand haben. So wird in vielen Ländern die Privatisierung von Unternehmen in Staatsbesitz vorangetrieben. Zudem haben einige Notenbanken einen Teil ihrer Goldreserven verkauft.

Im nächsten Jahr dürfte der Kurs der Fiskalpolitik gelockert werden. Die Entscheidung bezüglich des Teilnehmerkreises an der EWU wird anhand der Zahlen für das Jahr 1997 getroffen; den Ergebnissen für das Jahr 1998 wird dabei wohl nicht mehr die gleiche Bedeutung zukommen wie denjenigen des Jahres 1997.<sup>5</sup> Ferner wird der Stabilitätspakt erst für 1999 angewendet werden, so daß es nicht zu Sanktionen kommt, wenn im Jahr 1998 die Budgetdefizite den Referenzwert überschreiten. Die konjunkturelle Komponente der Defizite dürfte aufgrund der besseren wirtschaftlichen Situation zudem abnehmen. So wird es wohl kaum weitere Abgabenerhöhungen oder Einschnitte bei den staatlichen Leistungen geben. Verschiedentlich sind Steuerentlastungen angekündigt worden, so z. B. in Frankreich und in Deutschland. Einige Investitionsvorhaben, die zuvor verschoben wurden, dürften nun realisiert werden. Insgesamt ist also zu erwarten, daß die Fiskalpolitik im Jahr 1998 leicht expansiv wirken wird.

### **Westeuropa: Konjunkturelle Aufwärtsbewegung gewinnt an Schwung**

In Westeuropa hat sich seit dem Frühjahr des vergangenen Jahres das Tempo der Expansion der gesamtwirtschaftlichen Produktion etwas erhöht. Die Ausfuhren wurden schneller ausgeweitet, begünstigt durch die anhaltende Abwertung der meisten europäischen Währungen gegenüber dem Dollar, durch die sich die Wettbewerbsposition westeuropäischer Anbieter auf dem Weltmarkt spürbar verbessert hat.

Aber auch die Inlandsnachfrage hat sich mittlerweile belebt. Ausschlaggebend hierfür waren die Impulse von der Geldpolitik. Die überwiegende Zahl der westeuropäischen Notenbanken hat – einige seit dem Anfang, andere erst seit dem Herbst des Jahres 1995 – die kurzfristigen Zinsen spürbar gesenkt. In der Folge hat sich die Geldmengenexpansion beschleunigt. Die Lockerung der Geldpolitik hat im Verlauf des vergangenen Jahres mehr und mehr eine anregende Wirkung auf die Nachfrage entfaltet. Sowohl die Bau- als auch die Ausrüstungsinvestitionen wurden merklich ausgeweitet. Neben den niedrigen Zinsen dürften hierzu verbesserte Absatz- und Ertragsersparungen der Unternehmen beigetragen haben. Der private Konsum wurde hingegen weiterhin von der in den meisten Ländern Westeuropas restriktiven Fiskalpolitik beeinträchtigt. Zudem wirkte sich die nochmalige Verschlechterung der Lage auf dem Arbeitsmarkt in vielen Ländern negativ aus.

Der Preisauftrieb in Westeuropa blieb mäßig; in den meisten derjenigen Länder, die eine überdurchschnittlich hohe Inflationsrate aufweisen, ging diese in den letzten Monaten des vergangenen Jahres sogar noch zurück. Im Durchschnitt lagen die Preise um etwas mehr als 2 vH über dem Niveau zwölf Monate zuvor.

<sup>5</sup> Vom Europäischen Währungsinstitut ist wiederholt betont worden, daß zur Erfüllung des finanzpolitischen Kriteriums ein dauerhaftes Absenken der Defizitquote erforderlich ist; ein einmaliges Unterschreiten des Referenzwertes reichte nicht aus (EWI 1996: III und 31). Der Verlauf der öffentlichen Diskussion deutet allerdings darauf hin, daß ein einmaliges Erreichen des Referenzwertes im Jahr 1997 als ausreichend angesehen werden wird.

Für die Jahre 1997 und 1998 ist mit einer Fortsetzung des konjunkturellen Aufschwungs zu rechnen. Von der Geldpolitik werden über den gesamten Prognosezeitraum anregende Wirkungen auf die wirtschaftliche Tätigkeit ausgehen. Die Fiskalpolitik wird hingegen in diesem Jahr restriktiv, im nächsten Jahr aber leicht expansiv wirken. Die Lohnpolitik wird angesichts der hohen Arbeitslosigkeit besonders in diesem Jahr von Zurückhaltung geprägt sein. Im Jahr 1998 wird der Anstieg der Entgelte zwar etwas höher ausfallen, aber immer noch unter dem Produktivitätszuwachs liegen.

In der ersten Hälfte dieses Jahres wird sich der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts merklich beschleunigen, da viele Unternehmen angesichts der sich bessernden Aussichten ihre Lager aufstocken werden. Nachdem dieser Effekt an Wirkung verloren haben wird, ist mit einer leichten Abflachung des gesamtwirtschaftlichen Expansionstempos zu rechnen. Allerdings wird dieses auch dann noch deutlich über demjenigen des Produktionspotentials (ungefähr 2 vH) liegen.

Hauptantriebskraft des Aufschwungs werden voraussichtlich die Investitionen sein. Eine höhere Kapazitätsauslastung wird zunehmend Erweiterungsinvestitionen der Unternehmen zur Folge haben. Stützend wird hier das noch niedrige Zinsniveau wirken. Bei den Bauinvestitionen wird sich im Jahr 1998 außerdem positiv bemerkbar machen, daß infolge der Sparanstrengungen in diesem Jahr nicht realisierte öffentliche Investitionen teilweise nachgeholt werden.

Der private Konsum wird zunächst nur langsam expandieren. Die Zahl der Beschäftigten wird sich erst im späteren Verlauf dieses Jahres erhöhen. Zusammen mit den niedrigen Lohnanhebungen und der restriktiven Fiskalpolitik ergibt sich hieraus eine nur schwache Zunahme der real verfügbaren Einkommen. Im nächsten Jahr werden die Haushalte ihren Verbrauch voraussichtlich stärker ausweiten. Zum einen dürften keine neuerlichen Belastungen durch die Fiskalpolitik hinzukommen. Zum anderen wird sich der Aufschwung in stärkerem Ausmaß positiv auf den Arbeitsmarkt auswirken, so daß die real verfügbaren Einkommen schneller steigen werden.

Die Ausfuhren in Drittländer werden durch die bisherige und die hier unterstellte weitere Abwertung der europäischen Währungen gegenüber dem Dollar begünstigt. Zudem wird die Nachfrage aus Mittel- und Osteuropa weiterhin kräftig zunehmen. Das Expansionstempo der Exporte dürfte also hoch bleiben.

Der Auftrieb der Konsumentenpreise wird sich angesichts der Kräftigung der Konjunktur wohl etwas beschleunigen. Für dieses Jahr ist für Westeuropa eine Preissteigerungsrate von reichlich 2 vH zu erwarten; 1998 wird diese wohl etwas mehr als 2,5 vH betragen.

#### *Beschleunigter Produktionsanstieg in Frankreich*

In Frankreich hat sich im zweiten Halbjahr 1996 die konjunkturelle Aufwärtsbewegung gefestigt; das Bruttoinlandsprodukt expandierte mit einer laufenden Jahresrate von etwa 2 vH. Dabei konnten die französischen Unternehmen ihren Absatz im Ausland etwas schneller ausweiten als in den ersten Monaten des

vergangenen Jahres. Hierin spiegelt sich die bessere konjunkturelle Situation in den Haupthandelspartnerländern in Westeuropa wider; zudem trug die Abwertung des Franc gegenüber dem Dollar dazu bei, daß die Exporte nach Nordamerika merklich erhöht werden konnten. Belebt hat sich auch die Investitionstätigkeit. Nachdem die Ausrüstungsinvestitionen seit Anfang 1995 nahezu stagniert hatten, sind sie in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres spürbar gestiegen. Die Investitionen in Bauten haben sich stabilisiert; in der ersten Jahreshälfte waren sie zurückgegangen. Die Gründe für diese positive Entwicklung dürften in den niedrigen Zinsen und in einer optimistischeren Einschätzung der Zukunft durch die Unternehmen liegen.

Der private Konsum entwickelte sich in den letzten sechs Monaten des Jahres 1996 sehr unstetig; im dritten Quartal erhöhten die privaten Haushalte ihre Ausgaben merklich, danach wurden diese wieder verringert. Ausschlaggebend hierfür war, daß im September die Subventionierung von Neuwagenkäufen auslief; hierdurch war es zu beträchtlichen Vorzieheffekten gekommen. Insgesamt haben die Haushalte ihren Verbrauch im vergangenen Jahr um reichlich 2 vH ausgedehnt. Die Ausweitung des Konsums ging mit einer deutlichen Verringerung der Sparquote einher; die real verfügbaren Einkommen haben aufgrund der restriktiven Fiskalpolitik annähernd stagniert.

Der Preisauftrieb auf der Konsumentenebene blieb mäßig; im Januar betrug die Inflationsrate (Vorjahresvergleich) 1,8 vH. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt hat sich verschlechtert. Besonders im Baugewerbe wurde die Zahl der Beschäftigten über das gesamte Jahr 1996 merklich eingeschränkt. Die Arbeitslosenquote lag am Ende des vergangenen Jahres bei 12,7 vH.

Die französische Zentralbank verfolgt derzeit einen expansiven geldpolitischen Kurs. Bis zuletzt wurden die kurzfristigen Zinsen in kleinen Schritten verringert, und das Wachstum der Geldmenge M1 verstärkte sich. Über den Prognosezeitraum wird sich die Ausrichtung der Geldpolitik nicht grundlegend ändern. Mit weiteren Zinssenkungen ist allerdings nicht zu rechnen. Die kurzfristigen Zinsen haben inzwischen annähernd das Niveau der vergleichbaren deutschen Sätze erreicht. Die Banque de France wird dieses Niveau mit ihren Leitzinsen nicht unterschreiten, weil sie andernfalls eine Abwertung des Franc riskieren würde. Im Verlauf des Jahres 1998 werden analog zum Vorgehen der Deutschen Bundesbank die Leitzinsen voraussichtlich leicht angehoben werden.

Die Fiskalpolitik ist weiterhin auf das Erreichen der im Vertrag von Maastricht vorgegebenen Referenzwerte ausgerichtet. Im Haushalt für dieses Jahr sind die nominalen Ausgaben auf dem Stand des Vorjahres eingefroren worden; dies bedeutet real eine Abnahme um etwa 1,5 vH. Auf der Einnahmenseite sind zwar die Steuersätze bei der Einkommensteuer verringert worden. Die sich hieraus ergebenden Entlastungen werden aber durch die Verbreiterung der Bemessungsgrundlage sowohl für die Einkommensteuer als auch für die Sozialversicherungsabgaben und durch die Anhebung verschiedener Verbrauchsteuern neutralisiert. Insgesamt wird die Fiskalpolitik in diesem Jahr restriktiv wirken. Für das Jahr 1998 sind Steuersenkungen angekündigt worden. Bei dieser Prognose ist unterstellt, daß die Fiskalpolitik einen leicht expansiven Kurs verfolgen wird.

Die konjunkturelle Aufwärtsbewegung in Frankreich wird in diesem Jahr an Schwung gewinnen. Die Investitionstätigkeit wird spürbar ausgeweitet werden, besonders bei den Ausrüstungsgütern. Stimulierend wirken die niedrigen Zinsen, die Erwartung steigender Gewinne und eine allmählich stärkere Auslastung der Kapazitäten. Zudem dürfte es in diesem Jahr einen Nachfrageschub durch die Lagerbildung geben. Im Verlauf des vergangenen Jahres haben die Unternehmen ihre Vorräte merklich verringert. Bei anziehender Nachfrage werden sie diese nun wieder aufstocken. Der private Konsum wird vorerst langsamer als während des vergangenen Jahres expandieren, da die real verfügbaren Einkommen infolge der Einschränkungen bei Transfers allenfalls geringfügig zunehmen werden. Erst im Verlauf des nächsten Jahres ist hier mit einer allmählichen Beschleunigung zu rechnen, nachdem sich die Verbesserung der Konjunktur auch auf dem Arbeitsmarkt durch einen Anstieg der Zahl der Beschäftigten positiv bemerkbar gemacht haben wird und von der Fiskalpolitik keine dämpfenden Wirkungen mehr ausgehen. Zudem dürften die Lohnabschlüsse etwas höher ausfallen. Der Absatz französischer Waren im Ausland wird weiterhin kräftig expandieren, da die Nachfrage besonders aus den Hauptpartnerländern in Westeuropa zunimmt. Stützend wird auch wirken, daß sich durch die Abwertung des Franc gegenüber dem Dollar die Wettbewerbsposition der heimischen Anbieter auf den Weltmärkten verbessert hat und sich diese Entwicklung fortsetzen wird. Die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts wird 1997 bei reichlich 2,5 vH und 1998 bei knapp 3 vH liegen.

Der Preisauftrieb wird in diesem Jahr in der Grundtendenz angesichts der schwachen Zunahme des Konsums und der geringen Lohnsteigerungen mäßig bleiben. Im Verlauf des nächsten Jahres wird das Tempo des Preisanstiegs konjunkturell bedingt etwas anziehen; im Jahresdurchschnitt dürfte er aber nur geringfügig über demjenigen in diesem Jahr liegen.

#### *Von Inlandsnachfrage getragener Aufschwung im Vereinigten Königreich*

Im Vereinigten Königreich hat sich die Expansion der gesamtwirtschaftlichen Produktion in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres merklich beschleunigt. Hauptantriebskraft war der private Konsum, auf den sich mehrere Faktoren positiv auswirkten. Die raschere Zunahme der Zahl der Beschäftigten und stärkere Lohnanhebungen hatten einen schnelleren Anstieg der real verfügbaren Einkommen zur Folge, zumal anders als in den Vorjahren die Abgaben nicht erhöht wurden. Ferner sind die Hypothekenzinsen nochmals gefallen. Da im Vereinigten Königreich sehr viele Haushalte Hypothekenkredite mit variabler Verzinsung aufgenommen haben, führte dies zu einer merklichen Entlastung der privaten Budgets.

Die Investitionstätigkeit hat sich spürbar belebt. Die Ausrüstungsinvestitionen wurden schon seit Beginn des vergangenen Jahres merklich erhöht. Ausschlaggebend hierfür waren die deutlich verbesserten Gewinnerwartungen. Zudem war das Zinsniveau niedrig. Letzteres dürfte auch die Zunahme der Bauinvestitionen begünstigt haben, die seit Mitte 1996 zu beobachten ist. Auch dürften sich die gestiegenen Immobilienpreise positiv ausgewirkt haben. Die

Exporte wurden in nahezu unverändert raschem Tempo ausgeweitet; besonders im übrigen Westeuropa konnte der Absatz merklich schneller ausgedehnt werden.

Die Lage auf dem Arbeitsmarkt hat sich nochmals verbessert; die Arbeitslosenquote sank im Januar 1997 auf 6,5 vH, nachdem sie ein Jahr zuvor noch bei knapp 8 vH gelegen hatte. Der Preisauftrieb hat sich seit Herbst des vergangenen Jahres etwas beschleunigt. Im Januar lag die Inflationsrate (Vorjahresvergleich) bei 2,8 vH; für den Index unter Ausschluß der Hypothekenzinsen ergab sich ein Wert von 3,1 vH, womit das Ziel der Regierung, die anhand dieses Indexes gemessene Inflationsrate unter 2,5 vH zu halten, weiterhin verfehlt wird.

Angesichts dieser Entwicklung hat die Bank of England ihre Forderungen nach einer Erhöhung des Leitzinses bekräftigt. Ihrer Meinung nach reichen weder die im Oktober 1996 vorgenommene Anhebung um einen viertel Prozentpunkt noch die in den vergangenen Monaten erfolgte deutliche Aufwertung des Pfund Sterling aus, um die von der starken Binnenkonjunktur ausgehende Gefahr einer weiteren Beschleunigung des Preisauftriebs zu bannen (Bank of England 1997). Tatsächlich weisen die hohen Zuwachsraten der Geldmengenaggregate darauf hin, daß die Geldpolitik der Wirtschaftstätigkeit nach wie vor spürbare Impulse gibt. Vor den voraussichtlich im Mai stattfindenden Unterhauswahlen ist aber wohl nicht mit einer Anhebung der Zinsen zu rechnen, da dies die Chancen der amtierenden Regierung verringern würde. Für den Zeitraum danach sind bei dieser Prognose Anhebungen des Leitzinses um reichlich einen Prozentpunkt unterstellt, so daß die anregende Wirkung der Geldpolitik über den Prognosezeitraum allmählich nachlassen wird.

Die Fiskalpolitik wird in diesem und dem nächsten Jahr neutral ausgerichtet sein. Im Haushalt für das Fiskaljahr 1997/1998 sind lediglich einige Umschichtungen von direkten hin zu indirekten Steuern vorgesehen. Für das folgende Fiskaljahr ist – gleichgültig welche Partei die Regierung stellen wird – mit keiner grundlegenden Änderung des fiskalpolitischen Kurses zu rechnen.

Der konjunkturelle Aufschwung im Vereinigten Königreich wird sich im Prognosezeitraum fortsetzen. Allerdings dürfte er in diesem Jahr vorübergehend etwas an Tempo verlieren, da sich der Export schwächer als zuvor entwickeln wird. Aufgrund der kräftigen Aufwertung des Pfund Sterling – seit dem Herbst des vergangenen Jahres hat dessen effektiver Außenwert um etwa 15 vH zugenommen – hat sich die Wettbewerbsposition der britischen Unternehmen auf dem Weltmarkt deutlich verschlechtert; so werden sich die Ausfuhren in diesem Jahr trotz der guten konjunkturellen Situation in den Handelspartnerländern nur geringfügig erhöhen. Für die Prognose wird angenommen, daß die britische Währung im Vorfeld der EWU weiter an Wert zunehmen, der Kursanstieg sich aber spürbar abflachen wird. Folglich wird im nächsten Jahr wieder eine stärkere Ausweitung des Absatzes im Ausland möglich sein; nach den Erfahrungen ist die Anpassung an Wechselkursänderungen nach etwa einem Jahr vollständig vollzogen (Lapp et al. 1995). Zudem bleibt die Nachfrage in Kontinentaleuropa lebhaft. Allerdings dürfte die Zuwachsraten der britischen Ausfuhren unter derjenigen des Welthandels liegen.

Hauptstütze der Produktionsausweitung wird weiterhin der private Konsum sein. Die Zahl der Beschäftigten nimmt zu, und die Löhne werden kräftig angehoben werden. Das zu erwartende Anziehen der Hypothekenzinsen wird den Verbrauch der Haushalte im Verlauf des Prognosezeitraums allerdings dämpfen. Der Aufschwung wird zunehmend auch durch die Investitionen getragen. Sowohl für Ausrüstungen als auch für Bauten werden die Ausgaben wohl merklich ausgeweitet werden. Höhere Gewinne und eine stärkere Auslastung der Kapazitäten werden die Investitionstätigkeit anregen. Die Bauinvestitionen werden zudem dadurch begünstigt, daß die Immobilienpreise schneller als die Baupreise gestiegen sind, wodurch ein Neubau im Vergleich zum Erwerb eines bereits bestehenden Objekts lohnender wird. Stützend wirkt auch das lange Zeit noch niedrige Niveau der Hypothekenzinsen. Insgesamt wird das Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr um reichlich 2,5 vH und im nächsten Jahr um knapp 3 vH über dem Niveau im jeweiligen Vorjahr liegen.

Angesichts der robusten Konjunktur dürfte sich die Lage auf dem Arbeitsmarkt weiter verbessern. Der Preisauftrieb dürfte merklich anziehen. Durch die kräftige Zunahme des Konsums ergeben sich für die Unternehmen Preiserhöhungsspielräume. Ferner entsteht durch die stärkeren Lohnanhebungen Druck auf die Kosten und damit die Preise. Zudem wird der Anstieg der Hypothekenzinsen die ausgewiesene Inflationsrate erhöhen. Einer noch stärkeren Beschleunigung des Preisanstiegs wird allerdings die Aufwertung des Pfund Sterling entgegenwirken. Für dieses Jahr dürfte die Inflationsrate reichlich 3 vH, für das nächste Jahr etwa 3,5 vH betragen.

#### *Allmähliche Besserung der konjunkturellen Lage in Italien*

In Italien ist die gesamtwirtschaftliche Produktion im vergangenen Jahr nur geringfügig ausgeweitet worden. Der Grund hierfür lag in der Wirtschaftspolitik; sowohl Geld- als auch Fiskalpolitik verfolgten einen restriktiven Kurs. Zuletzt war allerdings eine leichte Belebung der Konjunktur zu beobachten. Maßgeblich hierfür war, daß die Exporte infolge der konjunkturellen Belebung im übrigen Westeuropa und dem allmählichen Abklingen des Aufwertungseffekts – die Lira hatte sich zwischen Frühjahr 1995 und Frühjahr 1996 um effektiv 20 vH aufgewertet – wieder anzogen. Der private Konsum hat nahezu stagniert. Trotz etwas höherer Lohnabschlüsse nahmen die real verfügbaren Einkommen kaum zu, da die Haushalte durch höhere Steuern und Abgaben belastet wurden. Die Investitionstätigkeit wurde zuletzt etwas eingeschränkt. Die geringere Kapazitätsauslastung, der Wegfall der bis Frühjahr gewährten steuerlichen Begünstigung reinvestierter Gewinne und die öffentlichen Sparanstrengungen, die zu einem Aufschieben größerer Investitionsvorhaben des Staates führten, wirkten sich dämpfend aus. Die Lage auf dem Arbeitsmarkt blieb nahezu unverändert; die Arbeitslosenquote verharrte bei etwa 12 vH. Der Preisauftrieb hat sich bis zuletzt weiter zurückgebildet. Die Inflationsrate (Vorjahresvergleich) betrug im Februar 2,3 vH, nachdem sie Mitte 1996 noch bei knapp 4 vH gelegen hatte. Für diesen Rückgang ist zum einen sicherlich die restriktive Geldpolitik bestimmend, nicht zuletzt durch die inflationsbremsende Wirkung

der von ihr mitinduzierten Aufwertung der italienischen Währung. Verstärkt wurde der Rückgang der Inflationsrate durch das Einfrieren bzw. sogar Senken von Gebühren für öffentliche Leistungen.

Die italienische Regierung hat in ihrem Haushalt für 1997 vorgesehen, das gesamtstaatliche Budgetdefizit in Relation zum Bruttoinlandsprodukt auf 3 vH zu senken. Im vergangenen Jahr hatte es sich auf knapp 7,5 vH belaufen. Diese Verringerung soll zu einem großen Teil dadurch erzielt werden, daß einzelne Verbrauchsteuern erhöhet werden und ein Zuschlag zur Einkommensteuer erhoben wird (Euro-Steuer). Ferner sollen Einnahmen aus 1998 vorgezogen werden. Aber auch auf der Ausgabenseite gibt es verschiedene Kürzungen. Zudem wirkt der merkliche Rückgang der Zinsen auf Staatsschulden entlastend.

Es ist allerdings absehbar, daß mit den bisher vorgesehenen Maßnahmen eine Reduzierung des Defizits in dem geplanten Ausmaß nicht gelingen wird. Zum einen wird der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts voraussichtlich geringer sein als im Budgetansatz unterstellt. Zum anderen wurden die Maßnahmen zu einem Zeitpunkt beschlossen, als für das Vorjahr ein geringeres Defizit erwartet wurde als es tatsächlich eintrat, weshalb von einem geringeren Konsolidierungsbedarf als dem wirklich bestehenden ausgegangen wurde. In einem Nachtragshaushalt werden zusätzliche Sparmaßnahmen – sowohl Abgabenerhöhungen als auch Einschnitte bei den Ausgaben – ergriffen werden müssen, damit die für das Budgetdefizit gesetzte Obergrenze von 3 vH nicht deutlich überschritten wird. Insgesamt wird die Fiskalpolitik die Konjunktur weiterhin merklich dämpfen. 1998 dürfte die Fiskalpolitik dagegen leicht expansiv wirken. Die „Euro-Steuer“ ist nur für ein Jahr vorgesehen, und neuerliche Abgabenerhöhungen sind nicht zu erwarten. Auch wird die Ausgabendisziplin wohl etwas nachlassen.

Die italienische Zentralbank hat seit Juli des vergangenen Jahres die Leitzinsen in drei Schritten um insgesamt  $2\frac{1}{4}$  Prozentpunkte herabgesetzt; der Diskontsatz liegt nun bei 6,75%. Damit sind die geldpolitischen Zügel etwas gelockert worden; dies zeigt sich auch daran, daß die Geldmengenaggregate, die lange Zeit stagnierten oder sogar leicht zurückgegangen waren, seit dem Sommer wieder merklich expandieren; im Vorjahresvergleich betrug die Zunahme bei M1 und M2 jeweils etwa 4 vH. Die restriktive Wirkung der Geldpolitik dürfte also allmählich nachlassen. Für dieses Jahr sind angesichts des deutlichen Rückgangs der Inflationsrate und des derzeit stabilen Auenwerts der Lira weitere Zinssenkungen wahrscheinlich. Allerdings werden diese wohl nur gering ausfallen, da andernfalls der Wechselkurs der Lira unter Druck und somit die Teilnahme an der EWU in Gefahr geraten könnte. Nach einer positiven Entscheidung bezüglich der Teilnahme an der EWU im Frühjahr 1998 werden dann kräftige Zinssenkungen folgen, deren expansive Wirkungen sich allerdings erst jenseits des Prognosehorizonts voll entfalten werden. Über den größten Teil des Jahres 1998 wird die italienische Geldpolitik eher neutral wirken.

In Italien wird sich die Konjunktur in diesem Jahr allmählich beleben. Dabei werden vorerst lediglich die Ausfuhren deutlich expandieren. Aufgrund der guten konjunkturellen Lage in Westeuropa werden die italienischen Unternehmen ihren Absatz merklich ausweiten können. Dagegen wird die Inlandsnachfrage zunächst nur geringfügig zunehmen, weil die Wirtschaftspolitik dämpft.

Dies wird sich im nächsten Jahr ändern. Die Politik wird dann insgesamt leicht expansiv wirken, so daß sich der Aufschwung verbreitern und an Schwung gewinnen wird. Die Investitionstätigkeit wird angesichts sinkender Zinsen und besserer Ertragsaussichten rascher ausgeweitet werden; auch dürften im nächsten Jahr wieder mehr öffentliche Investitionsprojekte angegangen werden. Beim privaten Verbrauch dürfte es in diesem Jahr zu einer – allerdings nur vorübergehenden – Belebung kommen, da der Kauf von Neuwagen zeitlich befristet subventioniert wird. Im Jahr 1998 dürfte der Konsum der privaten Haushalte etwas schneller steigen, da die verfügbaren Einkommen rascher zunehmen werden. Die Löhne werden stärker angehoben werden und die Zahl der Beschäftigten wird allmählich wieder expandieren. Zudem dürfte es keine neuerlichen Abgabenerhöhungen geben. Das Bruttoinlandsprodukt wird 1997 um etwa 1,5 vH und 1998 um etwa 3 vH zunehmen. Der Preisauftrieb dürfte sich allenfalls noch geringfügig verlangsamen; die Auswirkungen der Liraaufwertung lassen nach. So dürfte sich die Inflationsrate in diesem Jahr etwa auf dem derzeitigen Niveau (knapp 2,5 vH Vorjahresvergleich) stabilisieren. Im nächsten Jahr wird der Preisanstieg bei sich belebendem privaten Konsum voraussichtlich etwas anziehen.

### **Stabile Aufwärtsentwicklung in den Vereinigten Staaten**

Die Konjunktur in den Vereinigten Staaten war auch im vergangenen Jahr deutlich aufwärtsgerichtet. Das Expansionstempo hat sich gegenüber dem im Jahr 1995 leicht verstärkt, nachdem die geldpolitischen Zügel etwas gelockert worden waren. Im Durchschnitt des Jahres 1996 betrug der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts 2,4 vH, im Verlauf etwa 3 vH. Dabei wurden nun alle Bereiche der Wirtschaft von den Auftriebskräften erfaßt. So konnte die vorangegangene Schwäche des Wohnungsbaus überwunden werden; hierzu hat vor allem der seit 1995 zu beobachtende Rückgang der Hypothekenzinsen beigetragen. Die privaten Haushalte weiteten ihre Ausgaben in etwa so rasch aus wie im Vorjahr, zumal die Beschäftigungslage sich fortgesetzt verbesserte und die verfügbaren Einkommen anhaltend deutlich zunahmen. Auch die Unternehmensinvestitionen erhöhten sich in ähnlich großem Ausmaß wie zuvor, da sich die Gewinnsituation weiter günstig entwickelte. Die amerikanischen Ausfuhren legten im vierten Quartal 1996 außerordentlich kräftig zu; damit bestätigte sich die Vermutung, daß die Exportschwäche im Sommerhalbjahr nur vorübergehend gewesen war und die zugrundeliegende Aufwärtsbewegung, die sich aus der konjunkturellen Grundtendenz in den Handelspartnerländern ergibt, unterzeichnet hatte. Die Exporte dürften bislang durch die Höherbewertung des Dollar kaum beeinträchtigt worden sein, denn der Außenwert ist – real und effektiv betrachtet – im vergangenen Jahr nur wenig gestiegen.

Alles in allem deutet sich bei den einzelnen Nachfragekomponenten keine konjunkturelle Überhitzung an. Dies zeigt sich auch an der Preisentwicklung. Zwar stiegen die Verbraucherpreise im vergangenen Jahr geringfügig rascher als zuvor. Doch machten sich hier Sonderfaktoren bemerkbar. So verteuerten sich infolge der ungünstigen Witterung vor allem Energie und Nahrungsmittel

kräftig; eine ähnliche Entwicklung war bei den Preisen auf der Produzentenebene zu beobachten. Eine Tendenz zu einer Beschleunigung der Inflation läßt sich hieraus nicht ableiten. Dafür spricht auch, daß der umfassende Preisindex des Bruttoinlandsprodukts seit 1994 recht gleichmäßig mit einer laufenden Jahresrate von etwas mehr als 2 vH steigt. Die Arbeitslosenquote, die vielfach als ein Indikator für Inflationsgefahren herangezogen wird, verharrt seit fast zwei Jahren auf dem geringen Niveau von etwa 5,5 vH. Zwar treten auf dem Arbeitsmarkt angesichts des hohen Beschäftigungsstandes Engpässe auf, die zu einem Anstieg der Löhne beigetragen haben. Jedoch hat dies lediglich dazu geführt, daß die Reallöhne leicht – nämlich um etwa 1 vH – zunahmen, nachdem sie zuvor längere Zeit rückläufig gewesen waren. Vor dem Hintergrund eines Produktivitätszuwachses, der merklich höher liegt – insbesondere in der Industrie hat er sich in den letzten Jahren spürbar verstärkt –, spricht dies nicht dafür, daß damit ein Lohnkostendruck entsteht, der die Unternehmen veranlassen könnte, ihre Preise kräftiger heraufzusetzen.

Entscheidend für die weitere Inflationsentwicklung ist, daß der Preiserhöhungsspielraum nach wie vor durch den Kurs der Geldpolitik eng begrenzt wird. Der kurzfristige Realzins ist seit geraumer Zeit auf einem Niveau, das dem langjährigen Durchschnitt entspricht. Ähnliches gilt für die Zinsdifferenz: Der Abstand zwischen langfristigen und kurzfristigen Zinsen beträgt seit rund zwei Jahren – bei kurzfristigen Schwankungen – etwa einen Prozentpunkt. Die monetäre Basis, die eine recht stabile Beziehung zum nominalen Bruttoinlandsprodukt aufweist, expandiert seit dem Frühjahr 1995 mit einer laufenden Jahresrate von etwa 4 vH; dieses Tempo ist sogar etwas geringer, als es bei dem gegenwärtigen Preisanstieg potentialgerecht wäre. Aufgrund der monetären Indikatoren ist also eine Inflationsbeschleunigung, die die Notenbank zu einem Bremsmanöver veranlassen könnte, nicht zu erwarten.

In der Finanzpolitik ist der Konsolidierungskurs fortgesetzt worden. Obwohl keine zusätzlichen Änderungen im Ausgabenverhalten oder bei den Steuergesetzen vorgenommen wurden, ging das Defizit im Bundeshaushalt erheblich zurück. Im Fiskaljahr 1996 verringerte es sich auf 107 Mrd. Dollar (knapp 1,5 vH des nominalen Bruttoinlandsprodukts). Bleibt ein konjunktureller Rückschlag aus, dürfte es keine großen Schwierigkeiten bereiten, den angestrebten Haushaltsausgleich bis zum Jahre 2002 zu erreichen. Allerdings ist über die Kombination von Ausgaben- und Einnahmenänderungen in den kommenden Jahren noch nicht entschieden worden. Voraussichtlich werden umfangreiche Einsparungen im Gesundheitsbereich vorgenommen, und die Verteidigungsausgaben werden allenfalls stagnieren. Die Regierungspläne sehen gleichzeitig Steuersenkungen vor, vornehmlich für Bezieher niedriger Einkommen; das Volumen der Entlastung wird allerdings gering sein. Wenn die Pläne in etwa realisiert werden, womit zu rechnen ist, wird es im Prognosezeitraum bei dem alles in allem neutralen Kurs der amerikanischen Finanzpolitik bleiben.

Bei der erwarteten Wirtschaftspolitik der ruhigen Hand wird sich die konjunkturelle Expansion 1997 und 1998 fortsetzen. Die Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts dürfte dabei etwa so hoch sein wie die Wachstumsrate des Produktionspotentials, die knapp 2,5 vH beträgt. Da mit einem Rückgang der

Energiepreise zu rechnen ist, wird sich der Preisauftrieb sogar leicht zurückbilden. So dürfte der Anstieg der Verbraucherpreise in den beiden kommenden Jahren bei knapp 3 vH liegen.

### **Erholung in Japan setzt sich trotz restriktiver Finanzpolitik fort**

In Japan haben sich Produktion und Nachfrage spürbar belebt, nachdem sie im Sommerhalbjahr 1996 stagniert hatten. Die Stimmung bei den Unternehmen hat sich aufgehellt; hierzu hat nicht zuletzt die ausgeprägte Abwertung des Yen beigetragen, die die Exportaussichten verbessert und den Wettbewerbsdruck durch Importe gemindert hat. Die Industrieproduktion nahm kräftig zu. Am Arbeitsmarkt hat sich die Lage zuletzt etwas entspannt. Die Zahl der Beschäftigten nahm geringfügig zu, und die Zahl der Arbeitslosen ermäßigte sich leicht. Gleichwohl liegt die Arbeitslosenquote mit 3,3 vH nach wie vor auf einem für japanische Verhältnisse hohen Niveau; im Durchschnitt des Jahres 1996 verzeichnete sie mit 3,4 vH einen Höchststand. Die Verbraucherpreise blieben trotz kräftig verteuerter Importe weitgehend stabil.

Getragen wurde die konjunkturelle Aufwärtsentwicklung von der privaten Nachfrage. Die Käufe des Staates gingen zurück; insbesondere die öffentlichen Investitionen wurden vermindert, die im Zuge eines Konjunkturprogramms im Winterhalbjahr 1995/96 stark ausgedehnt worden waren. Der Verbrauch der privaten Haushalte, der im Sommerhalbjahr zur Schwäche geneigt hatte, nahm vor dem Hintergrund der verbesserten Beschäftigungsaussichten und dank höherer Realeinkommen spürbar zu. Besonders kräftig expandierten aber die privaten Investitionen; Unternehmensinvestitionen wurden bei dem niedrigen Zinsniveau und den auch wechselkursbedingt verbesserten Absatz- und Ertragsaussichten vermehrt vorgenommen. Ebenfalls deutlich gestiegen sind die Wohnungsbauinvestitionen. Hier machte sich neben den bereits seit geraumer Zeit günstigen Finanzierungsbedingungen bemerkbar, daß mit der Ausführung von Aufträgen begonnen wurde, die im September 1996 erteilt worden waren; damals war es zu einem Auftragsschub gekommen, der aus einer Regelung im Zusammenhang mit der Mehrwertsteuererhöhung zum 1. April 1997 resultierte. Diese besagt, daß Bauten, die vor dem 30. September 1996 in Auftrag gegeben wurden, voll dem alten – niedrigeren – Mehrwertsteuersatz unterliegen, auch wenn Teile der Leistungen und die Rechnungsstellung erst nach dem 31. März 1997 erfolgen. Kräftig sind auch die Exporte ausgeweitet worden; hier wirkte sich insbesondere die Abwertung des Yen aus, die gemessen am Höchststand des Yen gegenüber dem Dollar – 80 Yen/\$ – reichlich 50 vH beträgt. Real und effektiv ist sie nur wenig schwächer gewesen. Neben der wechselkursbedingt verbesserten Wettbewerbsfähigkeit japanischer Produzenten wurden die Exporte durch den beschleunigten Produktionsanstieg in wichtigen Handelspartnerländern, vor allem in den Vereinigten Staaten aber auch in einigen Ländern Südostasiens, gestützt. Die Importe expandierten deutlich langsamer als die Exporte, so daß der Überschuß in der Leistungsbilanz trotz der verschlechterten Terms of trade nicht weiter zurückgegangen ist.

Die Finanzpolitik entfaltet mit dem Beginn des Fiskaljahres 1997 beträchtliche restriktive Wirkungen. So werden die öffentlichen Ausgaben allmählich auf das in der mittelfristigen Finanzplanung vorgesehene Niveau vermindert, das in den vergangenen Jahren im Zuge einer Reihe von umfangreichen Konjunkturprogrammen weit überschritten worden war. Zwar wurden im Rahmen eines Nachtragshaushalts zu Beginn des Jahres 1997 nochmals zusätzliche Mittel (in Höhe von etwa 0,5 vH des Bruttoinlandsprodukts) bereitgestellt; gleichwohl werden die öffentlichen Ausgaben – und hier besonders die Investitionen – im laufenden und im folgenden Jahr spürbar abnehmen. Bedeutender als die Ausgabenkürzungen sind aber Maßnahmen, die die Staatseinnahmen erhöhen und den Hauptbeitrag zur Verringerung des auf reichlich 7 vH des Bruttoinlandsprodukts angeschwollenen Haushaltsdefizits der Gebietskörperschaften leisten sollen. Wichtig sind hier insbesondere eine Erhöhung der Mehrwertsteuer um zwei Prozentpunkte – von 3 auf 5 vH – sowie die Rücknahme einer befristeten Einkommensteuersenkung, die im Jahr 1994 zur Stimulierung der Konjunktur beschlossen worden war. Dämpfend wirkt ferner die Anhebung der Beiträge zur Sozialversicherung, die bereits im vergangenen Herbst in Kraft getreten ist.

Vielfach wird befürchtet, daß die japanische Wirtschaft infolge der fiskalpolitischen Wende erneut in die Rezession abgleiten könnte. Denn zusammengenommen belaufen sich die zusätzlichen Staatseinnahmen und die Ausgabenkürzungen in diesem Jahr auf einen Betrag, der reichlich 2 vH des Bruttoinlandsprodukts entspricht, nachdem sich im Jahr 1996 noch ein Stimulus im Umfang von rund 1,5 vH des Bruttoinlandsprodukts ergeben hatte. Die Erfahrungen mit ähnlich ausgeprägten Konsolidierungsprozessen in Japan zu Beginn der achtziger Jahre und in anderen Ländern (OECD 1996 a) zeigen aber, daß es nicht zu einer Rezession kommen muß. Sind die übrigen konjunkturellen Rahmenbedingungen günstig, kann sich die Erholung trotz der fiskalischen Restriktion fortsetzen. Die Geldpolitik ist in Japan zur Zeit mit extrem niedrigen Zinsen auf expansivem Kurs; die Zentralbank wird die Leitzinsen wohl allenfalls sehr spät im laufenden Jahr und dann auch nur geringfügig anheben. Bei dem niedrigen Yen-Kurs und der günstigen Weltkonjunktur kommen von der außenwirtschaftlichen Seite anregende Wirkungen hinzu. Der Entzug an Kaufkraft bei den privaten Haushalten dürfte zu einem erheblichen Teil durch eine Verminderung der Sparquote kompensiert werden, auch weil sich infolge der verbesserten Beschäftigungssituation das Verbrauchervertrauen erhöhen dürfte.

Alles in allem wird die konjunkturelle Erholung nach unserer Einschätzung durch die finanzpolitischen Maßnahmen zwar gedämpft werden, sich aber dennoch in moderatem Tempo fortsetzen. Dabei dürfte die Anhebung der Mehrwertsteuer, die mit dem Beginn des Fiskaljahres am 1. April 1997 in Kraft tritt, dazu führen, daß Ausgaben ins erste Quartal dieses Kalenderjahres vorgezogen werden. Für das folgende Vierteljahr ist ein entsprechender Rückgang von Nachfrage und Produktion zu erwarten. Insgesamt dürfte der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts im laufenden Jahr rund 2 vH betragen; 1998 wird er sich auf reichlich 2,5 vH beschleunigen. Bei dieser Entwicklung werden die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten allmählich stärker ausgelastet, und die Zahl der Arbeitslosen dürfte sich weiter langsam zurückbilden. Der Preisaufrtrieb

wird angesichts des beträchtlichen Angebotsüberhangs gleichwohl gering bleiben; der Anstieg der Verbraucherpreise wird im Ergebnis des Jahres 1997 mit rund 1,5 vH zwar deutlich höher ausfallen als 1996, dies ist aber zu einem wesentlichen Teil durch den einmaligen Sprung im Preisniveau infolge der Mehrwertsteueranhebung verursacht.

### Gespaltene Entwicklung in Mittel- und Osteuropa

Die wirtschaftliche Entwicklung in Mittel- und Osteuropa bleibt differenziert. In einer Reihe von Ländern, vor allem in Mitteleuropa, wo frühzeitig und entschlossen Reformen durchgeführt worden sind, expandiert die Wirtschaft zügig; teilweise muß die Wirtschaftspolitik bremsen, um einer konjunkturellen Überhitzung zu begegnen. Hingegen ist in den meisten Nachfolgestaaten der Sowjetunion ein Ende der Talfahrt immer noch nicht in Sicht. In Südosteuropa beeinträchtigen neben einem teilweise noch erheblichen Bedarf an Reformen politische Unsicherheiten das wirtschaftliche Klima; insbesondere in Bulgarien ist es im vergangenen Jahr zu einem empfindlichen Rückschlag gekommen.

In den Reformländern Mitteleuropas hat sich im vergangenen Jahr die Erholung im großen und ganzen fortgesetzt. In Polen, in der Tschechischen und in der Slowakischen Republik erhöhte sich das Bruttoinlandsprodukt zwar etwas langsamer als im Jahr 1995, der Zuwachs blieb jedoch beträchtlich (Tabelle 1). In Ungarn hingegen wirkte das Stabilisierungsprogramm aus dem Vorjahr nach, das unter anderem eine restriktive Ausgabenpolitik des Staates beinhaltete; die gesamtwirtschaftliche Produktion stieg nur leicht. In der Region insgesamt nahm die Industrieproduktion weiter kräftig zu, und die Inlandsnachfrage blieb lebhaft. Insbesondere die Investitionen wurden zügig ausgedehnt, aber auch der private Verbrauch expandierte im Zuge höherer Realeinkommen deutlich.

Tabelle 1 – Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in mittel- und osteuropäischen Ländern 1995–1998 – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (vH)

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	1995	1996 <sup>a</sup>	1997 <sup>b</sup>	1998 <sup>b</sup>	1995	1996 <sup>a</sup>	1997 <sup>b</sup>	1998 <sup>b</sup>
Bulgarien	2,6	-10,0	-5	3	62,2	125	200	40
Polen	7,0	6,5	5	6	27,8	22	18	15
Rumänien	6,9	4,5	1	3	32,3	42	45	30
Rußland	-4,0	-6,0	-5	0	203,0	48	25	20
Slowakische Republik	7,4	6,5	5	5	9,9	6	6	5
Tschechische Republik	4,8	4,1	3,5	5	9,1	9	8	7
Ungarn	1,5	0,5	2	3,5	28,2	23	18	15

<sup>a</sup> Teilweise geschätzt. – <sup>b</sup> Prognose.

Quelle: Arbeitsgemeinschaft (1996), OECD (1996 b), eigene Berechnungen.

Gleichzeitig wurden die Exporte langsamer ausgeweitet; maßgeblich hierfür war vor allem die spürbare reale Aufwertung, zu der es in Mitteleuropa seit 1995 gekommen ist. Bei dem immer noch beträchtlichen Preisauftrieb blieben die nominalen Wechselkurse zumeist stabil. Das Defizit in der Leistungsbilanz erhöhte sich im allgemeinen – die Ausnahme ist Ungarn – erheblich und wurde durch umfangreiche Kapitalzuflüsse aus dem Ausland finanziert. In der Tschechischen Republik belief sich das Leistungsbilanzdefizit im vergangenen Jahr auf einen Betrag, der annähernd 8 vH des Bruttoinlandsprodukts entspricht.

Bei der Rückführung der Inflation wurden vielfach nur geringe Fortschritte gemacht; die Zielvorgaben der Regierungen wurden zumeist verfehlt. Vor diesem Hintergrund und angesichts der zunehmenden Anzeichen für eine Überhitzung war die Wirtschaftspolitik 1996 in einer Reihe von Ländern darauf bedacht, die Binnenkonjunktur zu dämpfen. So haben die Notenbanken in Polen und in der Tschechischen Republik die geldpolitischen Zügel gestrafft, und auch die Finanzpolitik wirkt eher restriktiv. Der Anstieg der Inlandsnachfrage dürfte infolgedessen im laufenden Jahr etwas zurückgehen. Die reale Aufwertung wird sich nach unserer Einschätzung vor dem Hintergrund der stark ausgeweiteten Leistungsbilanzdefizite etwas zurückbilden. Dies begünstigt die Exporte; sie werden im Zuge der verbesserten Auslandskonjunktur – insbesondere in Westeuropa – beschleunigt zunehmen. Insgesamt erwarten wir, daß die Produktion leicht verlangsamt steigen wird. Für das Jahr 1998 halten wir eine erneute Beschleunigung der Zunahme des Bruttoinlandsprodukts für wahrscheinlich; sowohl die Inlandsnachfrage als auch die Exporte dürften verstärkt expandieren.

In Rußland haben sich die Hoffnungen darauf, daß der Tiefpunkt der Entwicklung im Jahr 1996 überwunden werden könnte, nicht erfüllt. Im Gegenteil: Die Talfahrt hat sich erneut beschleunigt, der Rückgang der Produktion erstreckte sich wieder auf alle Industriezweige, und die Investitionen sanken weiter drastisch. Mit Hilfe hoher Zinsen und durch einen weitgehenden Verzicht auf eine direkte Finanzierung des staatlichen Haushaltsdefizits durch Geldschöpfung hat die Zentralbank die Inflation im vergangenen Jahr unter Kontrolle gebracht. Die restriktive Geldpolitik hat Produktion und Nachfrage gedämpft. Zu einer Trendwende bei der Produktion ist es aber vor allem wegen der Mängel in der russischen Transformationspolitik noch nicht gekommen; nach wie vor fehlt es hier an Konsequenz (DIW, IfW und IWH 1996). Insbesondere verhindern das willkürliche Haushaltsgebaren des Staates und erhebliche Defizite bei den ordnungspolitischen Rahmenbedingungen, daß Vertrauen in die Wirtschaftspolitik entstehen kann. So wird auf dem Feld der Finanzpolitik durch eine unüberschaubare Vielzahl von Ausnahme- und Sonderregelungen das Kalkül der Marktteilnehmer immer wieder gravierend verändert. Auch wird das Konkursgesetz erst sporadisch angewandt; säumige Schuldner werden derzeit kaum sanktioniert. Eine nachhaltige Erholung der Produktion erfordert die Implementierung weiterer Reformen. Die Maßnahmen, die zur Zeit getroffen werden, sind aber wohl nur Stückwerk. Ein erfolgversprechendes Gesamtkonzept ist nicht in Sicht. Wir erwarten, daß es allenfalls im späteren Verlauf des Jahres 1997 zu einem Anstieg des Bruttoinlandsprodukts in Rußland kommt.

### **Ausblick: Anhaltender Aufschwung bei leicht steigender Inflation**

Die konjunkturelle Expansion in den Industrieländern wird sich 1997 und 1998 fortsetzen. Dabei dürfte der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts in den drei Regionen ähnlich groß sein. In den Vereinigten Staaten bleibt es bei der hohen Auslastung der Kapazitäten. In Japan und in Westeuropa wird sie, von niedrigerem Niveau beginnend, zunehmen; maßgeblich hierfür sind die Impulse seitens der Geldpolitik, die in Japan und in Westeuropa kräftig bleiben. Auch wird die Finanzpolitik der westeuropäischen Regierungen im kommenden Jahr eher etwas gelockert werden, weil der Druck, die Haushalte zu konsolidieren, nach der Entscheidung über die Teilnahme an der Europäischen Währungsunion nicht mehr so groß sein wird. Impulse für die Industrieländer gehen ferner von dem kräftigen Nachfragesog in den übrigen Regionen der Weltwirtschaft aus. Das Wachstumstempo in den Schwellen- und Entwicklungsländern dürfte hoch bleiben, in Mittel- und Osteuropa wird es sich vermutlich etwas verstärken. Der Welthandel, der im abgelaufenen Jahr um etwa 6,5 vH zunahm, wird 1997 und 1998 im Zuge des weltweit höheren Produktionsanstiegs etwas rascher ausgeweitet werden (7,5 bzw. 8 vH).

Mit der expansiven Ausrichtung der Geldpolitik dürfte die Phase der Inflationsberuhigung in Westeuropa zu Ende gehen. Zwar ist auch bei dem unterstellten Szenario einer weiteren Lockerung im Vorfeld der EWU nicht zu erwarten, daß sich die Inflation im Prognosezeitraum erheblich beschleunigt. Doch werden die Verbraucherpreise allmählich etwas rascher steigen als im Jahr 1996. Zu einer Verschlechterung des Preisklimas trägt bei, daß sich die meisten europäischen Währungen infolge der erwarteten zusätzlichen Lockerung der Geldpolitik nochmals abwerten und ferner die Rohstoffpreise infolge der weltweit kräftigen Erhöhung der Produktion anziehen werden.

Für die Industrieländer insgesamt ist für das laufende Jahr mit einer Zuwachsrate des realen Bruttoinlandsprodukts von knapp 2,5 vH zu rechnen; 1998 wird sie etwas darüber liegen (Tabelle 2). Die Verbraucherpreise dürften 1997 und 1998 um etwas mehr als 2 vH steigen, wobei es in Westeuropa eine leichte Beschleunigung geben wird.

### **Die Vereinbarungen von Dublin – ein wirksamer Stabilitätspakt?**

Im Dezember 1996 wurden in Dublin beim Treffen der Staats- und Regierungschefs der Mitgliedstaaten der Europäischen Union die Grundlinien eines „Stabilitätspakts“ beschlossen. Dessen Ziel besteht darin, die Fiskalpolitik auch nach dem Eintritt in die EWU zu disziplinieren.<sup>6</sup> Die diesbezüglichen Bestimmungen des Maastrichter Vertrags sollen ergänzt und präzisiert werden. In der Erklärung von Dublin sind vor allem folgende Änderungen des „Verfahrens bei

<sup>6</sup> Die Vereinbarungen von Dublin stellen nur eine Absichtserklärung der Regierungen dar. Das tatsächliche Abkommen muß erst noch bis Mitte Juni entworfen werden. Der endgültige Beschluß erfolgt dann beim nächsten europäischen Gipfeltreffen.

Tabelle 2 – Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in den Industrieländern 1995–1998 – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (vH)

	Gewicht in vH <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
		1995	1996 <sup>b</sup>	1997 <sup>c</sup>	1998 <sup>c</sup>	1995	1996	1997 <sup>c</sup>	1998 <sup>c</sup>
Deutschland	11,2	2,9	1,4	2,5	3,0	1,9	1,5	1,7	2,2
Frankreich	7,1	2,2	1,3	2,6	2,9	1,8	2,0	1,9	2,2
Vereinigtes Königreich	5,1	2,5	2,3	2,7	2,8	3,4	2,4	3,0	3,5
Italien	5,1	3,0	0,8	1,7	2,9	5,4	3,9	2,3	3,0
Spanien	2,6	2,8	2,2	3,0	3,0	4,7	3,6	2,5	3,0
Niederlande	1,8	2,1	2,7	3,0	3,0	1,9	2,1	2,0	2,5
Belgien	1,3	1,9	2,0	2,5	3,0	1,5	2,1	2,5	2,5
Österreich	1,1	1,8	1,0	2,5	2,5	2,2	1,8	2,5	2,5
Schweden	1,1	3,6	1,5	3,0	3,0	2,5	0,5	1,5	2,0
Dänemark	0,8	2,7	2,5	3,5	3,0	2,1	2,1	2,5	3,0
Finnland	0,6	4,5	3,2	3,0	3,0	1,0	0,6	1,5	2,5
Griechenland	0,5	2,0	2,5	3,0	3,0	9,3	8,5	7,0	6,0
Portugal	0,5	1,8	3,0	3,0	3,0	4,1	3,2	3,0	3,0
Irland	0,3	7,7	6,0	5,0	5,0	2,6	1,7	2,0	3,0
Luxemburg	0,1	3,7	2,0	3,0	3,0	1,9	1,4	1,5	2,0
Europäische Union	39,2	2,4	1,6	2,6	3,0	2,8	2,3	2,2	2,6
Schweiz	1,4	0,1	-0,5	1,5	2,5	1,8	0,8	1,0	1,5
Norwegen	0,7	3,3	5,0	4,0	3,0	2,5	1,3	2,0	3,0
Westeuropa	41,3	2,3	1,6	2,6	2,9	2,8	2,2	2,2	2,6
Vereinigte Staaten	32,3	2,0	2,4	2,4	2,3	2,8	3,0	2,9	2,8
Japan	23,8	0,9	3,5	2,2	2,6	-0,1	0,1	1,4	0,8
Kanada	2,6	2,3	1,4	2,8	2,5	2,2	1,6	2,0	2,3
Länder insgesamt	100,0	1,9	2,3	2,4	2,6	2,1	2,0	2,2	2,2

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

Quelle: OECD (1997), eigene Berechnungen und Schätzungen.

Vorliegen eines übermäßigen Defizits“ nach dem Maastrichter Vertrag<sup>7</sup> beabsichtigt:

- Während Sanktionen im Vertrag von Maastricht zwar prinzipiell vorgesehen sind, über deren Höhe aber nichts gesagt wird, sind in den Dubliner Vereinbarungen genaue Zahlen genannt. Eine Geldeinlage bzw. Geldbuße soll aus einer festen Komponente in Höhe von 0,2 vH des Bruttoinlandsprodukts und einer variablen Komponente bestehen, die einem Zehntel des Betrages entspricht, um den das Budgetdefizit den Referenzwert von 3 vH des Bruttoinlandsprodukts übersteigt. Der Gesamtbetrag darf allerdings 0,5 vH des Bruttoinlandsprodukts nicht überschreiten, so daß eine Defizitquote, die mehr als 6 vH beträgt, keine zusätzlichen Sanktionen nach sich zieht.

<sup>7</sup> Dieses Verfahren ist in Artikel 104c des Vertrages von Maastricht festgelegt. Im folgenden wird deshalb immer vom „Verfahren nach Artikel 104c“ gesprochen.

- Es wird ferner konkretisiert, in welchem Fall ein Haushaltsfehlbetrag von mehr als 3 vH des Bruttoinlandsprodukts nicht als übermäßig anzusehen ist. Eine solche Ausnahme soll es nur bei einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts um mindestens 0,75 vH geben.<sup>8</sup>
- Bezüglich des zeitlichen Rahmens, in dem das Verfahren nach Artikel 104c ablaufen soll, sind die Fristen teilweise präzisiert worden; in einigen Punkten scheint aber noch Klärungsbedarf zu bestehen. Nach unserer Interpretation ergibt sich aus den Vereinbarungen von Dublin der in dem nebenstehenden Kasten dargestellte zeitliche Ablauf des Verfahrens bei Vorliegen eines übermäßigen Defizits.

Die Vereinbarungen von Dublin sind nach unserer Einschätzung nicht hinreichend, um das gesteckte Ziel einer wirksamen Disziplinierung der Fiskalpolitik in den Mitgliedstaaten zu erreichen. Ihre Schwäche besteht in der Hauptsache darin, daß weiterhin im Grundsatz an dem in Artikel 104c beschriebenen Verfahren festgehalten wird. Somit werden die zu treffenden Entscheidungen zu einem großen Teil weiterhin von den Betroffenen selbst – also den Finanzministern der Mitgliedstaaten – gefällt. Solange dies der Fall ist, ist es schwierig, für Sanktionen Mehrheiten zu finden; es besteht die Gefahr, daß „das Verfahren politisiert und Sanktionen zu einer Frage der Opportunität sowie zum Verhandlungsgegenstand werden“ (Arbeitsgemeinschaft 1996: 34).

Zudem kann sehr viel Zeit vergehen, bis auf eine Verfehlung des Referenzwertes von 3 vH des Bruttoinlandsprodukts tatsächlich Sanktionen folgen (vgl. Kasten). Es kann bis zu zweieinhalb Jahren dauern, bis eine zinslose Einlage fällig wird; frühestens nach weiteren zwei Jahren wird sie in eine Geldbuße umgewandelt. Dieser hohe Zeitbedarf ergibt sich daraus, daß in dem Prozeß bis zur Verhängung von Sanktionen zahlreiche Beschlüsse und Stellungnahmen verschiedener Institutionen nötig sind. Außerdem verbleibt den Regierungen die Möglichkeit, zwischenzeitlich durch den Beschluß von Maßnahmen zur Reduzierung des Budgetdefizits Strafen zu verhindern oder zumindest aufzuschieben.

Die Sanktionen verlieren durch die langen Fristen, die bis zu ihrer eventuellen Verhängung verstreichen, und durch die Möglichkeit, sie trotz des Vorliegens eines übermäßigen Defizits zu verhindern, an abschreckender Wirkung. Zwar ist ein Betrag von mindestens 0,2 vH des Bruttoinlandsprodukts für den Haushalt eines Landes keine vernachlässigbare Größe. Da aber eine unverzinsten Einlage in dieser Höhe nur dann fällig wird, wenn drei Jahre hintereinander ein übermäßiges Defizit vorgelegen hat, und erst nach zwei weiteren Jahren, in denen die Referenzwerte verletzt wurden, diese Einlage in eine Geldbuße umgewandelt wird, ist die Strafe relativ gering. Zur Verhinderung jeglicher Sank-

---

<sup>8</sup> Bei einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts um mehr als 2 vH soll in der Regel auf eine Ausnahmesituation erkannt werden, bei einer Abnahme, die zwischen 0,75 und 2 vH beträgt, besteht ein Ermessenspielraum. Zusätzlich wird als ein Ausnahmegrund ein „außergewöhnliches Ereignis“ angeführt, „das sich der Kontrolle des betreffenden Mitgliedstaates entzieht und erhebliche Auswirkungen auf die Finanzlage des Staates hat“. Bezüglich dieses Punktes scheint allerdings Einigkeit zu bestehen, daß hierunter nur Naturkatastrophen oder singuläre Ereignisse – wie z. B. die deutsche Vereinigung – fallen.

**Wie wirkt der „Stabilitätspakt“? — Der zeitliche Ablauf der Entscheidungen am Beispiel eines Budgetdefizits von mehr als 3 vH des Bruttoinlandsprodukts (BIP) im Jahr 1999**

**März 2000:**

Die Höhe des Budgetdefizits im Jahr 1999 wird veröffentlicht; es beträgt mehr als 3 vH des BIP. Verfahren nach Art. 104c des Vertrags von Maastricht wird eingeleitet.

**bis Sommer 2000:**

Beschluß. Übermäßiges Defizit liegt vor:

Ja

Nein

Verfahren eingestellt.

**bis Dezember 2000:**

Überprüfung durch den Europäischen Rat:

Hat die betroffene Regierung geeignete Maßnahmen beschlossen, um das Defizit im Jahr 2001 unter 3 vH des BIP zu drücken?

Ja

Nein

Ende 2000:  
Sanktionen werden ergriffen,  
unverzinsten Einlage wird fällig.

**März 2002:**

Defizit im Jahr 2001 wird veröffentlicht.  
Überprüfung anhand des Verfahrens nach Art. 104c.  
Übermäßiges Defizit liegt vor:

Ja

Nein

Verfahren eingestellt.

**März 2002:**

Defizit im Jahr 2001 wird veröffentlicht.  
Überprüfung anhand des Verfahrens nach Art. 104c. Übermäßiges Defizit liegt vor:

Nein

Einlage wird zurückgezahlt,  
Verfahren eingestellt.

**Sommer 2002:**

Sanktionen werden ergriffen,  
unverzinsten Einlage wird fällig.

**März 2003:**

Defizit im Jahr 2002 wird veröffentlicht.  
Überprüfung anhand des Verfahrens nach Art. 104c. Übermäßiges Defizit liegt vor:

Ja

Nein

Einlage wird zurückgezahlt,  
Verfahren eingestellt.

**März 2003:**

Defizit im Jahr 2002 wird veröffentlicht.  
Überprüfung anhand des Verfahrens nach Art. 104c. Übermäßiges Defizit liegt vor:

Ja

Nein

Einlage wird zur Geldbuße.

Einlage wird zurückgezahlt,  
Verfahren eingestellt.

**März 2004:**

Defizit im Jahr 2003 wird veröffentlicht. Überprüfung anhand des Verfahrens nach Art. 104c. Übermäßiges Defizit liegt vor:

Ja

Nein

Einlage wird zur Geldbuße.

Einlage wird zurückgezahlt,  
Verfahren eingestellt.

tionen – also auch einer unverzinslichen Einlage – reicht es sogar aus, alle drei Jahre den Fehlbetrag des Haushalts unter 3 vH des Bruttoinlandsprodukts zu drücken. Zur Vermeidung einer Geldbuße muß dies sogar nur alle fünf Jahre erfolgen.<sup>9</sup>

Um den Stabilitätspakt zu einem wirksamen Instrument zur Disziplinierung der Fiskalpolitik der Mitgliedstaaten zu machen, müßte also das Verfahren zur Feststellung des Bestehens eines übermäßigen Defizits grundlegend geändert werden. So dürfen die Entscheidungen nicht dem Europäischen Rat überlassen werden. Da eine allumfassende Regel schwerlich zu erstellen sein dürfte, diskretionäre Entscheidungen folglich nicht vollständig zu vermeiden sind, läge die beste Lösung wohl in der Übertragung an eine unabhängige Kommission.

Zudem müßte das gesamte Verfahren stark gestrafft werden, um eine schnellere Verhängung von Strafen zu ermöglichen. Dies könnte durch mehrere Änderungen erfolgen. So sollten die Fristen, in denen Entscheidungen gefällt werden müssen, merklich gekürzt werden. Darüber hinaus ist es nicht notwendig, den Regierungen die Möglichkeit zu geben, durch den Beschluß geeigneter Maßnahmen Sanktionen zu verhindern; denn bei einer Verringerung des Defizits unter den Referenzwert im darauffolgenden Jahr kommt es ohnehin zu einer Rückzahlung der Einlage. Zudem sollte für jedes Jahr, in dem der Referenzwert überschritten wurde, ohne daß einer der Ausnahmetatbestände eingetreten ist, eine Einlage bzw. später eine Geldbuße fällig werden.

Eine solche Konkretisierung und Verschärfung des Sanktionsmechanismus scheint aber bei vielen Regierungen auf massive Vorbehalte zu stoßen. Zwar wird auch in dem Text der Vereinbarungen von Dublin der Überzeugung Ausdruck verliehen, daß – ein mittelfristig ausgeglichener Haushalt vorausgesetzt – bei einer Begrenzung der Defizite auf 3 vH des Bruttoinlandsprodukts der Bewegungsspielraum der Fiskalpolitik nicht entscheidend eingeschränkt wird. Dennoch scheint von vielen Regierungen befürchtet zu werden, daß die automatischen Stabilisatoren nicht mehr ungehindert wirken können.

Um zu überprüfen, ob diese Befürchtungen gerechtfertigt sind, sollen die konjunkturellen Einflüsse auf die Staatshaushalte näher betrachtet werden. Hierzu wird die konjunkturelle Komponente der Defizite in den Mitgliedsländern der Europäischen Union herangezogen.<sup>10</sup> Diese umfaßt die Auswirkungen der konjunkturellen Schwankungen auf die Einnahmen und die Ausgaben des Staates. In Tabelle 3 ist aufgeführt, wie hoch diese konjunkturell bedingten Defizitanteile in den einzelnen Staaten in Relation zum Bruttoinlandsprodukt im Zeitraum 1981–1996 maximal waren. Zum einen werden dabei alle Jahre berücksichtigt (Spalte 1); zum anderen werden diejenigen Jahre außer acht gelassen, in denen das Bruttoinlandsprodukt um mindestens 0,75 vH abnahm

<sup>9</sup> Bei dem im Kasten dargestellten Entscheidungsverfahren bei einem übermäßigen Defizit im Jahr 1999, das dem Wortlaut der Dubliner Beschlüsse entspricht, spielt das Ergebnis des Jahres 2000 anscheinend keine Rolle. Man kann aber wohl davon ausgehen, daß bei einem Defizit in diesem Jahr, das den Referenzwert unterschreitet, das Verfahren auch abgebrochen wird.

<sup>10</sup> Hierbei wird auf die Schätzungen der OECD bezüglich des konjunkturellen Defizits zurückgegriffen (OECD 1996 b). Für die Vorgehensweise bei deren Bestimmung siehe Giorno et al. (1995).

Tabelle 3 – Konjunkturelle und strukturelle Defizite in den EU-Ländern 1981 – 1996 – in vH des nominalen Bruttoinlandsprodukts

Land	Maximales konjunkturelles Defizit	Maximales konjunkturelles Defizit bei Nichtberücksichtigung der Ausnahmefälle <sup>a</sup>	Strukturelles Defizit im Jahre 1996
Deutschland	-1,8	-1,8	-3,5
Frankreich	-1,8	-1,6	-2,5
Vereinigtes Königreich	-2,0	-2,0	-4,0
Italien	-0,7	-0,7	-6,2
Spanien	-1,8	-1,8	-3,3
Niederlande	-2,0	-2,0	-2,6
Belgien	-1,7	-1,7	-1,5
Österreich	-1,4	-1,4	-3,7
Schweden	-3,1	-1,8	-3,1
Dänemark	-1,8	-1,8	-0,3
Finnland	-5,2	-3,4	-1,5
Griechenland	-1,3	-1,3	-7,3
Portugal	-1,9	-1,9	-2,7
Irland	-2,8	-2,8	-1,8

<sup>a</sup> Maximale Quoten unter Ausschluß der Jahre, in denen das reale Bruttoinlandsprodukt um mehr als 0,75 vH zurückging.

Quelle: OECD (1996b).

(Spalte 2). Diese Unterscheidung führt allerdings kaum zu abweichenden Ergebnissen, da ein Produktionsrückgang eines solchen Ausmaßes seit 1981 in den Mitgliedstaaten der Europäische Union nur sehr selten vorkam.<sup>11</sup>

Tabelle 3 zeigt, daß bei Nichtberücksichtigung der Jahre, in denen bei Anwendung der Beschlüsse von Dublin auf eine Ausnahmesituation erkannt worden wäre, nur in einem Land (Finnland) das konjunkturelle Defizit in der Vergangenheit mehr als 3 vH des Bruttoinlandsprodukts betragen hat. Unter der Annahme, daß auch in Zukunft bei vergleichbaren Produktionsschwankungen in den Ländern das konjunkturelle Defizit nicht größer ausfallen wird, folgt daraus, daß die Wirkungsweise der automatischen Stabilisatoren auch von einem strikten Stabilitätspakt nicht beeinträchtigt wird. Voraussetzung für eine Vermeidung eines übermäßigen Defizits ist allerdings, daß die strukturellen Defizite – zumeist deutlich – zurückgeführt werden, im Idealfall auf null, wie dies auch in Ziffer 21 der Dubliner Vereinbarungen vorgesehen ist. Hierzu sind allerdings noch große Konsolidierungsanstrengungen nötig, denn die strukturellen Defizite sind derzeit noch beträchtlich (Tabelle 3).

<sup>11</sup> Zudem fällt häufig das maximale konjunkturelle Defizit nicht in das Jahr, in dem der maximale Produktionsrückgang zu konstatieren war.

## Summary

### **Industrial Countries: Recovery Strengthens, Monetary Policy Remains Expansionary**

The recovery in industrial countries gained some strength in 1996. On average, real GDP rose by roughly 2.5 percent. There were, however, substantial differences between the three regions in the course of last year: In western Europe, the previous weakness was overcome in the spring of 1996; economic activity in Japan accelerated later last year, while the upturn in the United States continued throughout 1996. Inflation remained moderate. Consumer prices increased by about 2 percent as in the previous two years.

#### *Western Europe: More Expansionary Policy Before EMU Starts*

The decision about EMU strongly affects monetary and fiscal policies in 1997 and especially in 1998. In this forecast, we assume that EMU will indeed start on January 1, 1999 and that the number of participating countries will be sizable. This implies that the Maastricht criteria will not, as is often promised, be strictly applied.

The decision to be made in the spring of next year will have considerable consequences for monetary policy in some countries. Any differences between short-term interest rates in the respective countries can be eliminated once the decision about the members of EMU is definite. Currently, money market rates in Italy, in Spain and in Portugal are substantially higher than, for example, in Germany. The high rates can be reduced immediately, and these measures imply that monetary policy will become more expansionary not only in these countries but also in western Europe as a whole. It is not likely that countries with currently low interest rates will raise them considerably in the near future, because such moves would not be welcome in the light of the labor market problems in Europe.

While governments try to reduce budget deficits further this year in order to meet the Maastricht criteria, fiscal policy may be loosened somewhat in 1998. The outcome of budget deficits in the coming year is not relevant for excessive deficit procedures, so there will not be sizable increases in taxes or social contributions as in the recent past. In a few countries, even tax cuts have been announced for 1998.

#### *Recovery Continues . . .*

The upturn in industrial countries will continue in 1997 and in 1998. The increase of real GDP will amount to some 2.5 percent in both years with only minor differences between the major regions. Capacity utilization in the United States will remain high; as we do not expect major cyclical tensions, the Fed will continue its neutral course and the government will seek to consolidate the budget further. In Japan, fiscal policy will become strongly restrictive in the

current year; the economic recovery will, however, continue because the central bank will provide ample liquidity and keep interest rates low. In western Europe, capacity utilization will increase since monetary policy is on an expansionary course. The industrial countries will, in general, benefit from the strong demand in the other regions of the world economy.

### *... Inflation in Europe Will Move Up Slightly*

In both 1997 and 1998, inflation in industrial countries will remain low. For western Europe, however, we expect a change in the price performance. In 1998, monetary policy will be expansionary for the fourth consecutive year. The additional loosening in 1998 will stimulate the economy further, but there is also a risk for price level stability. While inflation will go up only slightly in 1998, it may accelerate some more in the following year. This implies that the European Central Bank will have to pursue a tight monetary policy in order to demonstrate its stability orientation.

### *The Dublin Resolution – Not An Effective Stability Pact*

Last December, the EU-members decided on an outline for a “stability pact” which is intended to limit budget deficits after EMU will have started. While several aspects of the Maastricht Treaty were made more precise, the decisions will probably not be sufficient to achieve fiscal discipline for several reasons: First, it is still the governments who will decide on sanctions; this raises the possibility that political factors will play a role and lead to an opportunistic behavior. Second, the time span between the occurrence of the excessive deficit and the implementation of sanctions is still very long. Moreover, to avoid sanctions it is sufficient to reduce the deficit to a level below 3 percent of GDP every three years.

In order to make the stability pact efficient, an independent commission should make the judgments on the deficits. Furthermore, the time frame should become stricter so that sanctions will be applied for each year in which the deficit is excessive.

Such a strengthening of the sanction mechanism is, however, objected by several governments because they fear that it would prevent the automatic stabilizers from working appropriately. Our analysis of the cyclical component of budget deficits in EU-countries shows, however, that the stabilizers would be effective even with a very strict stability pact. In order to avoid an excessive deficit, it would be necessary to reduce structural deficits considerably, in some cases even to zero. While this is an ambitious target, it is precisely what was decided upon in Dublin.

## Literaturverzeichnis

- Arbeitsgemeinschaft deutscher wirtschaftswissenschaftlicher Forschungsinstitute e. V. (1996). *Die Lage der Weltwirtschaft und der deutschen Wirtschaft im Herbst 1996*. Berlin.
- Bank of England (1997). *Inflation Report*. Februar. London.
- DIW, IfW und IWH (Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Institut für Weltwirtschaft und Institut für Wirtschaftsforschung Halle) (1996). Die wirtschaftliche Lage Rußlands. Neunter Bericht, Teil 1. Die Wirtschaftspolitik muß Investitionsanreize schaffen. Kieler Diskussionsbeiträge 285. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- EWI (Europäisches Währungsinstitut) (1996). *Wege zur Konvergenz 1996*. November. Frankfurt am Main.
- Gern, K.-J., K.-W. Schatz, J. Scheide und R. Solveen (1996). Industrieländer: Fortgesetzter Aufschwung bei niedriger Inflation. *Die Weltwirtschaft* (4): 354-381.
- Giorno, C., P. Richardson, D. Roseveare und P. van den Noord (1995). Estimating Potential Output, Output Gaps And Structural Budget Balances. Working Paper 3/44. OECD, Paris.
- 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). Geldpolitik regt Konjunktur in den Industrieländern an. *Die Weltwirtschaft* (3): 237-269.
- OECD (1996a). *Economic Outlook*. Juni. Paris.
- (1996b). *Economic Outlook*. Dezember. Paris.
- (1997). *Main Economic Indicators*. Januar. Paris.
- Scheide, J., und R. Solveen (1997). Auf dem Weg zum Euro – Szenarien für Zinsen, Wechselkurse und Konjunktur. Kieler Diskussionsbeiträge 292. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Siebert, H. (1996). Die Währungsunion erfordert eine gemeinsame geldpolitische Philosophie. *Handelsblatt*, 23. Dezember.