

Gern, Klaus-Jürgen; Scheide, Joachim; Schlie, Markus

**Article — Digitized Version**

## Aufschwung in den Industrieländern hält trotz Krise in Asien an

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; Scheide, Joachim; Schlie, Markus (1997) : Aufschwung in den Industrieländern hält trotz Krise in Asien an, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 4, pp. 339-368

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/1740>

**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.*

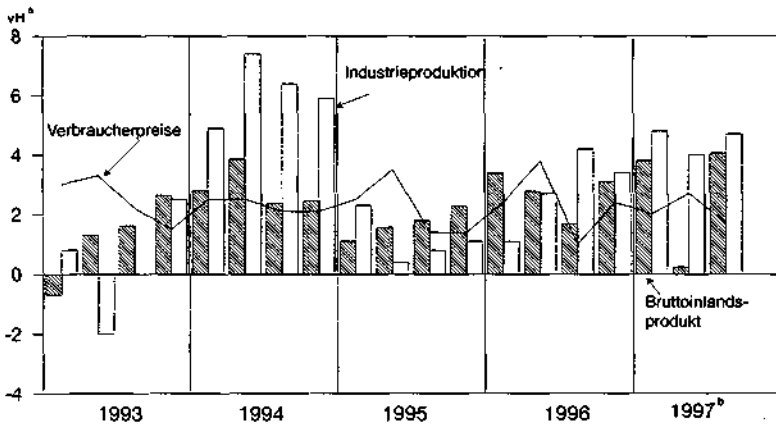
# Aufschwung in den Industrieländern hält trotz Krise in Asien an

Von Klaus-Jürgen Gern, Joachim Scheide und Markus Schlie

Die konjunkturelle Aufwärtsentwicklung in den Industrieländern hat sich im Jahr 1997 in zügigem Tempo fortgesetzt. Die gesamtwirtschaftliche Produktion nahm im Sommerhalbjahr weiterhin spürbar zu (Schaubild 1). Dabei war die Entwicklung freilich sehr differenziert: In Westeuropa hat sich die Erholung gefestigt; im Zuge der anhaltenden geldpolitischen Impulse trägt nunmehr die Inlandsnachfrage zunehmend zur gesamtwirtschaftlichen Expansion bei. In den Vereinigten Staaten hat sich der zu Jahresbeginn sehr kräftige Produktionsanstieg zwar leicht abgeschwächt, die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung ist aber bis zuletzt gestiegen. In Japan hingegen ging die Produktion im Frühjahr infolge von erheblichen Steuererhöhungen stark zurück; seither hat sie sich nur zögerlich belebt. Die Wirtschaft in den Industrieländern wurde weiterhin erheblich von der Nachfrage aus Drittländern angeregt; die Erholung in Mittel- und Osteuropa setzte sich fort, und das Wachstum in den Entwicklungs- und Schwellenländern war hoch. Seit der Jahresmitte ist allerdings die wirtschaftliche Expansion durch die Auswirkungen der Währungskrisen in einer Reihe von Ländern – insbesondere in Asien – spürbar gedämpft worden.

Die Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt wies in den einzelnen Industrieländern abermals markante Unterschiede auf. Diese spiegeln zum einen den unter-

Schaubild 1 – Reales Bruttoinlandsprodukt, Industrieproduktion und Verbraucherpreise in den G7-Ländern



<sup>a</sup>Veränderung gegenüber dem Vorquartal, laufende Jahresrate. - <sup>b</sup>Teilweise geschätzt.

schiedlichen Konjunkturverlauf wider; sie sind aber vor allem strukturell begründet (Gern et al. 1997). In den Vereinigten Staaten ging die Arbeitslosenquote bei stark steigender Beschäftigung nochmals spürbar zurück. Sie ist derzeit mit rund 4,5 vH so niedrig wie zuletzt zu Beginn der siebziger Jahre. In Japan verharrte die Arbeitslosigkeit auf historisch hohem Niveau. In Westeuropa insgesamt hat sich die Lage am Arbeitsmarkt trotz der deutlichen Konjunkturerholung nur geringfügig entspannt; in einer Reihe von Ländern ist die Arbeitslosigkeit jedoch beträchtlich gesunken.

Der Preisauftrieb in den Industrieländern blieb verhalten. Die Verbraucherpreise stiegen wie in den beiden Vorjahren mit einer Rate von etwa 2 vH. Bemerkenswert ist, daß sich der Konsumentenpreisanstieg in den Vereinigten Staaten im Verlauf des Jahres sogar verringert hat. Diese Erfahrung zeigt, daß ein deutlicher Rückgang der Arbeitslosigkeit nicht zu mehr Inflation führen muß, wenn – wie in den Vereinigten Staaten – die Geldpolitik rechtzeitig auf einen neutralen Kurs umschaltet.

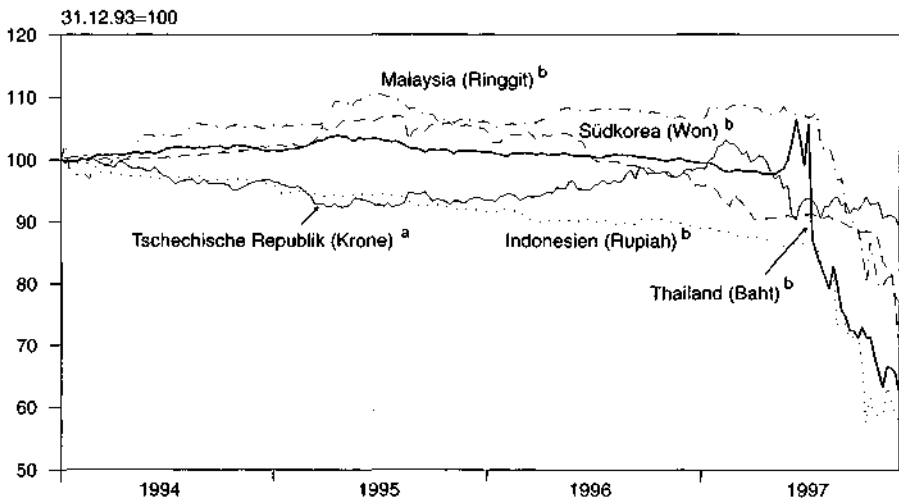
In Europa ist die Geldpolitik derzeit deutlich expansiv ausgerichtet. Bleibt es bei diesem Kurs, entstünde im kommenden Jahr ein Geldüberhang mit Gefahren für die Preisniveaustabilität. Im Jahr 1998 wird im Vorfeld der Europäischen Währungsunion eine Angleichung der europäischen Notenbankzinsen erfolgen. Es zeichnet sich ab, daß die Zinsen auf einem Niveau konvergieren werden, das nur wenig höher ist als dasjenige, das derzeit in den Niedrigzinländern besteht. Spürbare Zinsanhebungen werden wohl nicht vorgenommen werden, weil das Problem der Arbeitslosigkeit in den meisten Ländern noch gravierend ist und Inflationsgefahren nur vereinzelt gesehen werden. Das bedeutet, daß beträchtlichen Zinssenkungen in einigen Ländern (Italien, Spanien, Portugal, Irland) nur geringfügige Zinserhöhungen in den anderen Ländern gegenüberstehen. Insgesamt dürfte der Expansionsgrad der europäischen Geldpolitik eher noch zunehmen, nachdem die Konjunktur bereits geraume Zeit spürbar angeregt worden ist.

### **Nur geringer Einfluß der Finanzmarkturbulenzen auf die Konjunktur in den Industrieländern**

Im Verlauf des Jahres 1997 ist es in einer Reihe von Ländern der sogenannten Emerging Markets – vor allem in Asien, aber vereinzelt auch in Lateinamerika und in Mittel- und Osteuropa – zu Währungskrisen gekommen. Zumeist war ein Wechselkursziel verfolgt worden, um die Inflationserwartungen zu stabilisieren.<sup>1</sup> Durch den Abfluß von Auslandskapital ergab sich ein Abwertungsdruck auf die Währungen. In einigen Ländern – so in Hongkong und in Brasilien – ist der Wechselkurs durch den Verkauf von Währungsreserven und

<sup>1</sup> Dabei waren die Wechselkursregimes im einzelnen unterschiedlich (vgl. hierzu Diehl und Schweickert 1997). Während einige Länder einen bestimmten Kurs gegenüber einer Währung, in der Regel dem Dollar, oder einem Währungskorb festgelegt hatten, war in anderen Ländern eine Abwertungsrate fixiert worden („crawling peg“). Wieder andere Länder hatten zwar kein Wechselkursziel publik gemacht, strebten aber gleichwohl einen bestimmten Außenwert an („managed floating“).

Schaubild 2 – Wechselkursentwicklung in ausgewählten Ländern mit Währungskrisen



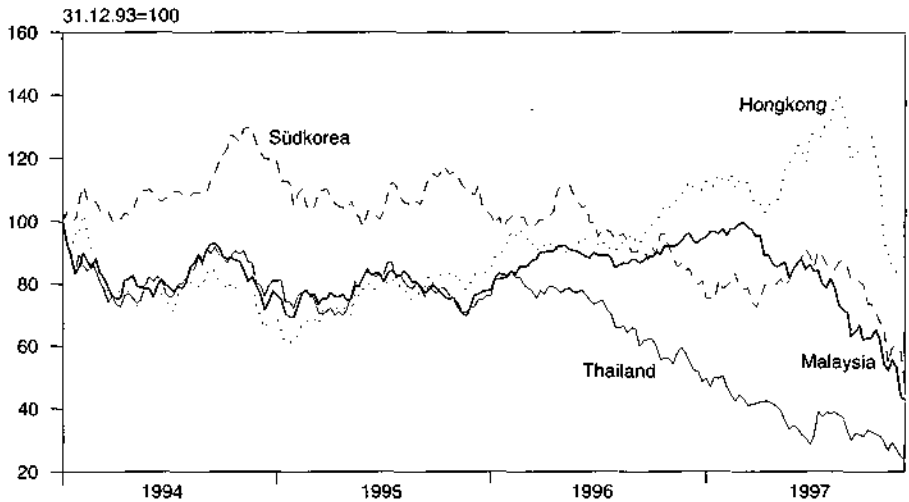
<sup>a</sup> D-Mark je Krone. - <sup>b</sup> US-Dollar je Einheit nationaler Währung.



durch deutliche Zinsanhebungen vorerst gehalten worden; in den meisten betroffenen Ländern hingegen konnten solche Maßnahmen nicht verhindern, daß der Außenwert drastisch sank (Schaubild 2). Im Frühjahr gab die Tschechische Republik die Bindung der Krone an den Währungskorb aus Dollar und D-Mark auf. Im Sommer schlug in Thailand, in Indonesien und in Malaysia sowie auf den Philippinen der Versuch fehl, den Wechselkurs zu halten. Im Herbst schließlich geriet der südkoreanische Won unter starken Druck und wertete drastisch ab. Für Thailand, Indonesien und Südkorea stellte das Ausland unter Führung des Internationalen Währungsfonds umfangreiche Kredite bereit, um die Zahlungsfähigkeit dieser Länder zu sichern.

Die Wechselkursstürbungen gingen weltweit mit Kurseinbrüchen an den Börsen in den „Emerging Markets“ einher. An den Finanzmärkten in den einzelnen Ländern stellt sich die Situation freilich sehr unterschiedlich dar. Während die starken Rückgänge in Asien häufig an Märkten erfolgten, die bereits seit geraumer Zeit in schwacher Verfassung gewesen waren (Schaubild 3), ging in Lateinamerika und in Mittel- und Osteuropa zumeist lediglich ein Teil der zuvor starken Kursgewinne wieder verloren.

Die Turbulenzen an den Finanzmärkten der „Emerging Markets“ strahlten schließlich auf die Börsen der Industrieländer aus; im Herbst gingen hier die Aktienkurse ebenfalls deutlich zurück. Die Risiken, die sich für die Konjunktur in den Industrieländern aus der Entwicklung an den großen Börsen ableiten lassen, sind freilich gering. Einmal ist das Ausmaß des Kursrückgangs nicht außergewöhnlich groß. Er betrug in der Spitze zumeist zwischen 10 und 20 vH.

Schaubild 3 – Aktienkurse<sup>a</sup> in ausgewählten asiatischen Ländern

<sup>a</sup> Jeweils gemessen am wichtigsten Aktienindex.



Im Oktober 1987 waren die Kurse um mehr als ein Drittel gefallen. Auch folgte die Abnahme 1997 auf eine Phase außerordentlich starken Kursanstiegs, so daß der Wert der Aktien sein Niveau am Jahresbeginn in allen Industrieländern mit Ausnahme Japans weiterhin deutlich übersteigt. Im übrigen ist ein großer Teil der Verluste bereits wieder wettgemacht worden.

Ein Risiko für den Aufschwung in den Industrieländern ergibt sich allerdings daraus, daß die Zunahme bei den Exporten in die Entwicklungs- und Schwellenländer geringer wird, die in den vergangenen Jahren besonders kräftig war. Um dem Abstrom von Auslandskapital zu begegnen und den Wechselkurs der heimischen Währung zu stabilisieren, wurden die Zinsen teilweise deutlich angehoben; die inländische Nachfrage wurde zudem durch Kürzungen bei den Staatsausgaben vermindert. In einigen Ländern werden Kredite des IWF in Anspruch genommen. Diese sind mit Auflagen verbunden; in der Folge wird hier die wirtschaftspolitische Restriktion besonders deutlich sein. Für die Produzenten in den Industrieländern ist es ferner von Nachteil, daß die deutliche Abwertung der Währungen in vielen „Emerging Markets“ deren preisliche Wettbewerbsfähigkeit sowohl im Inland wie auch auf Drittmärkten begünstigt.

Besonders betroffen von Währungskrisen ist der asiatische Raum. Für diese Region sind die Erwartungen hinsichtlich des Anstiegs der Produktion, die zur Jahresmitte bestanden, zwar deutlich nach unten revidiert worden (Tabelle 1), die Expansion bleibt gleichwohl weiterhin höher als für die Welt insgesamt (knapp 4 vH). Dies liegt wesentlich daran, daß wichtige Schwellenländer wie Hongkong, Singapur, Taiwan und die Volksrepublik China nur wenig berührt

Tabelle 1 – Zum Effekt der Währungskrisen auf die Konjunktur in asiatischen Ländern – Veränderung des Bruttoinlandsprodukts gegenüber dem Vorjahr in vH

	1996	1997 <sup>a</sup>	1998 <sup>a</sup>	1997 <sup>b</sup>	1998 <sup>b</sup>
Südkorea	7,1	5,5	6,5	5,5	3
Taiwan	5,7	6,0	6,5	6	6
Hongkong	4,7	5,5	5,5	5,5	5
Singapur	7,0	6,5	7,0	6,5	6,5
Thailand	6,7	6,0	6,5	2	0
Malaysia	8,2	7,5	8,0	7	3
Indonesien	7,8	7,0	7,5	6	4
Philippinen	5,5	6,0	6,0	4,5	3
VR China	9,7	10,0	10,0	9	8
Länder insgesamt <sup>c</sup>	6,9	6,6	7,0	6,0	4,8

<sup>a</sup> Prognose vom Juni 1997. – <sup>b</sup> Revidierte Prognose. – <sup>c</sup> Gewichtet gemäß Anteilen am Welthandel.

Quelle: OECD (1997b), eigene Prognosen.

sind. Für Lateinamerika sowie für Mittel- und Osteuropa sind die Prognosen seit dem Sommer nicht nennenswert nach unten korrigiert worden, da diese Regionen in weit geringerem Maße von Wechselkurssturbulenzen betroffen waren.<sup>2</sup>

Von den Industrieländern ist aufgrund der engen wirtschaftlichen Verflechtung mit den betroffenen asiatischen Entwicklungs- und Schwellenländern insbesondere Japan berührt. So haben in den vergangenen Jahren viele dieser Länder als Produktionsstandort für japanische Unternehmen erheblich an Bedeutung gewonnen. Insbesondere Investitionen, die wesentlich zur Markterschließung getätigt worden sind, werden angesichts der teilweise rückläufigen Inlandsnachfrage spürbar weniger rentabel sein. Für die Nachfrage in Japan ist bedeutsam, daß der Anteil der Ausfuhr Japans in die asiatische Region an der Gesamtausfuhr mit 44 vH sehr hoch ist (Tabelle 2); die Lieferungen in die eigentlichen Problemländer in der Region (Thailand, Indonesien, Malaysia, Philippinen und Südkorea) haben mit etwa 20 vH ebenfalls ein beträchtliches Gewicht. Demgegenüber ist in den Vereinigten Staaten und in der Europäischen Union der Anteil der Ausfuhr in die asiatischen Entwicklungs- und Schwellenländer an den Gesamtexporten deutlich geringer. Vergleicht man die Exporte in

<sup>2</sup> In der Tschechischen Republik ist es zwar im Frühjahr zu einer vergleichbaren Entwicklung – Vertrauensverlust ausländischer Investoren, Abfluß von Auslandskapital, Abwertung – gekommen; die Einschätzung der tschechischen Wirtschaftsentwicklung war aber bereits im Frühjahr revidiert worden. In Lateinamerika war vor allem Brasilien von Wechselkurssturbulenzen betroffen. Hier gelang es, eine drastische Abwertung zu vermeiden, wozu die Vorlage eines umfangreichen Pakets zur Verringerung der öffentlichen Verschuldung durch Steuererhöhungen, Ausgabenkürzungen und Privatisierungen wesentlich beigetragen hat. Eine solche Politik dürfte die Inlandsnachfrage zwar spürbar dämpfen, der Effekt auf die Weltproduktion ist aber gering; der Anteil Brasiliens am Welthandel beträgt etwa 1 vH.

Tabelle 2 – Zur Bedeutung der Exporte nach Fernost, Lateinamerika sowie Mittel- und Osteuropa für die Vereinigten Staaten, Japan und die Europäische Union im Jahr 1996<sup>a</sup>

Importierende Region	Anteil an den Exporten <sup>b</sup> in vH			Regionale Exporte in Relation zum BIP <sup>c</sup> in vH		
	Exportierendes Land			Exportierendes Land		
	Vereinigte Staaten	Japan	EU <sup>d</sup>	Vereinigte Staaten	Japan	EU <sup>d</sup>
Fernost <sup>e</sup>	19,2	44,0	18,6	1,6	3,9	2,0
Lateinamerika	28,8	3,8	6,9	2,4	0,3	0,6
Mittel- und Osteuropa	1,3	0,6	15,2	0,1	0,1	1,6
Insgesamt	49,3	48,4	40,7	4,1	4,3	4,2
Nachrichtlich:						
Asiatische Problemländer <sup>f</sup>	8,5	19,4	6,3	0,7	1,7	0,7
Nachrichtlich:						
Vereinigte Staaten	–	27,5	18,5	–	2,4	1,9
Japan	10,8	–	3,9	0,9	–	0,6
EU	20,5	15,3	–	1,7	1,4	–

<sup>a</sup> EU: 1995. – <sup>b</sup> Exporte in die jeweilige Region im Verhältnis zu den Gesamtexporten. – <sup>c</sup> Anteil der Exporte in die jeweilige Region an den Gesamtexporten multipliziert mit dem Anteil der gesamten Exporte am Bruttoinlandsprodukt. – <sup>d</sup> Ohne Handel innerhalb der EU. – <sup>e</sup> Ohne Japan. – <sup>f</sup> Thailand, Malaysia, Indonesien, Philippinen und Südkorea.

Quelle: OECD (1997 c, d), eigene Berechnungen.

die asiatische Region mit dem Bruttoinlandsprodukt, um die Bedeutung dieser Nachfragekomponente für die Konjunktur in den Industrieländern zu ermitteln, bestätigt sich, daß vor allem Japan berührt ist.

Sollten die Währungskrisen in erheblichem Maße auf Lateinamerika übergreifen, wären die Vereinigten Staaten verstärkt betroffen<sup>3</sup>; in dem Fall, daß in den mittel- und osteuropäischen Ländern die Wirtschaftspolitik restriktiv werden müßte, um einem Abfluß von Auslandskapital zu begegnen, wäre die Europäische Union als Haupthandelspartner besonders tangiert. Gemessen am Bruttoinlandsprodukt ist das Gewicht der Ausfuhr in die asiatischen Entwicklungs- und Schwellenländer, nach Lateinamerika sowie nach Mittel- und Osteuropa zusammengenommen für die Vereinigten Staaten, Japan und die Europäische Union etwa gleich groß.

Um die Wahrscheinlichkeit für ein Übergreifen der Währungsprobleme auf andere Länder zu beurteilen, soll diskutiert werden, wodurch erfahrungsgemäß ihr Auftreten begünstigt wird (vgl. z. B. Sachs et al. 1996 sowie Langhammer und Schweickert 1995) und inwieweit diese Faktoren derzeit gegeben sind. In

<sup>3</sup> Dies gilt vor allem für den Fall, daß es zu einer Dämpfung der wirtschaftlichen Aktivität in Mexiko kommt.

Mexiko war es 1995 zu einer Währungskrise gekommen, die ebenfalls eine Reihe weiterer Länder erfaßt hatte (Tequila-Effekt); vor allem waren Brasilien und Argentinien, in geringerem Maße Venezuela, Kolumbien, Taiwan und die Philippinen betroffen gewesen. Hingegen waren in anderen Ländern aus der Gruppe der „Emerging Markets“ keine Probleme aufgetreten, beispielsweise Thailand, Korea und Chile.

Die Erfahrungen zeigen, daß für den Ausbruch einer Wechselkurskrise die Höhe des Leistungsbilanzdefizits offenbar nicht ausschlaggebend ist. So gab es 1995 eine Reihe von Ländern, deren außenwirtschaftliches Defizit problemlos finanziert wurde, obwohl es gemessen am Bruttoinlandsprodukt teilweise sogar höher war als in den Ländern, die von Währungskrisen betroffen waren. Auch derzeit ist in einer Reihe von Ländern mit beträchtlichem Defizit in der Leistungsbilanz das Vertrauen ausländischer Investoren ungebrochen. Ausschlaggebend ist vielmehr, ob die importierten Mittel vorwiegend produktiv oder konsumtiv verwandt werden. Wenn die Finanzanlagen aus dem Ausland ertragbringend investiert werden, erhöht sich das wirtschaftliche Potential des Landes; Zinsen und Tilgung können dann in Zukunft aus den Erträgen der Investitionen gezahlt werden.<sup>4</sup> Darüber hinaus ist bedeutsam, wie die Auslandsverschuldung finanziert ist. Die Wahrscheinlichkeit einer Währungskrise ist geringer, wenn sie zum Großteil aus langfristigen Bankkrediten oder aus Direktinvestitionen besteht. Ist dagegen die Auslandsschuld in hohem Maße kurzfristig durch Portfoliokapital internationaler Anleger finanziert, ist das Risiko groß, daß es zu einem Umschwung der Kapitalströme und zu einer krisenhaften Entwicklung kommt.

Das Auftreten einer Währungskrise wird offenbar wesentlich durch strukturelle Schwächen im Finanzsystem des Landes begünstigt. Sowohl 1995 wie auch in diesem Jahr sind von Wechselkurskrisen vor allem jene Länder betroffen, deren Banken nicht ausreichend Vorsorge für mögliche Kreditausfälle getroffen haben. Vorausgegangen war zumeist ein ausgeprägter Boom bei der Kreditvergabe.<sup>5</sup> Damit waren Übersteigerungen angelegt, so daß eine Änderung der Rahmenbedingungen, z. B. weil sich die Einschätzung der Wachstumsaussichten verschlechtert hatte oder Immobilienpreise fielen, dazu führten, daß ein erheblicher Teil der Kredite uneinbringlich wurde. In der Folge verloren ausländische Investoren das Vertrauen in die Stabilität des Landes, und es kam zu einer Abwertungstendenz.

---

<sup>4</sup> Die Investitionen können sich freilich als weniger ertragreich als erwartet erweisen. So galten die Leistungsbilanzdefizite in Südostasien bis zum vergangenen Jahr zumeist als unproblematisch, weil sie mit einer hohen und steigenden Investitionsquote einhergingen. Sinkende Weltmarktpreise für wichtige Exportgüter und verstärkte Konkurrenz aus nachrückenden Entwicklungsländern senkten jedoch seither die Rentabilität der Anlagen. Auch wurde in einem Maß in Immobilien investiert, das den Bedarf weit überstieg. Dies führte zu hohen Leerständen und stark fallenden Immobilienpreisen.

<sup>5</sup> In vielen Fällen wurde einer Expansion der Kreditvergabe Priorität gegeben, und eine internationalen Standards entsprechende Absicherung der Kredite ist – auch infolge mangelnder Erfahrung – unterblieben.



Die Wahrscheinlichkeit, daß es auch in Lateinamerika und in Mittel- und Osteuropa zu einer Kette von Währungskrisen wie in Asien kommt, ist nach unserem Urteil gering, da die maßgeblichen Faktoren nicht in ähnlichem Umfang gegeben sind. Zwar bestehen in einzelnen Ländern erhebliche Risiken; insgesamt unterscheidet sich jedoch die Lage wesentlich von der in Südostasien. Dort war es zu einem kräftigen Boom mit einer starken Kreditausweitung gekommen, die zu einer Überhitzung am Immobilienmarkt beigetragen hatte. Eine solche Situation ist in Lateinamerika und in Mittel- und Osteuropa nicht gegeben. In Lateinamerika ist das Bankensystem in relativ guter Verfassung. Nach der Krise 1995 wurde der Anteil notleidender Kredite am Kreditbestand deutlich verringert – in Brasilien beispielsweise von knapp 15 auf etwa 4 vH.<sup>6</sup> In wichtigen Ländern Mittel- und Osteuropas wie Polen und Ungarn steht das Bankensystem offenbar auch auf solidem Fundament. Hingegen besteht in einigen anderen Ländern Besorgnis wegen des Zustands des Bankensystems. In der Tschechischen Republik und in Bulgarien war die mangelnde Solidität der Finanzinstitutionen ein maßgeblicher Faktor dafür, daß das Vertrauen in die Währung verloren ging. Die Vergabe von Krediten zur Weiterführung obsoleter Staatsbetriebe und mangelnde Bankenaufsicht in der Phase der Transformation haben dazu beigetragen, daß der Bestand an unwiederbringlichen Krediten hoch ist. Das Risiko von Währungskrisen wird im allgemeinen dadurch gemindert, daß die Leistungsbilanzdefizite in großem Maße durch Direktinvestitionen und längerfristige Bankkredite finanziert werden.

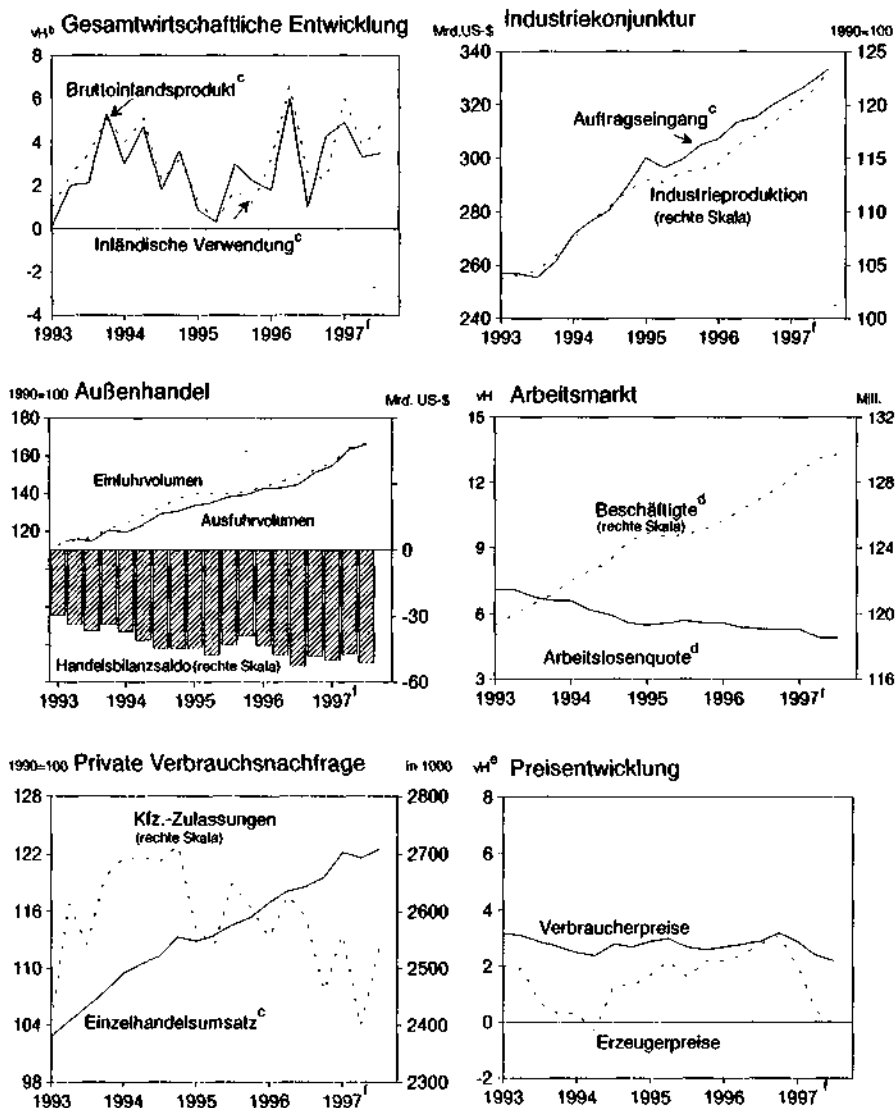
### **Vereinigte Staaten: Rasche Expansion bei niedriger Inflation**

Die konjunkturelle Aufwärtsbewegung in den Vereinigten Staaten hat sich in diesem Jahr zügig fortgesetzt. Gegenüber dem hohen Tempo im vergangenen Winterhalbjahr verringerte sich der Produktionsanstieg zwar etwas, doch nahm das reale Bruttoinlandsprodukt im Sommerhalbjahr immer noch mit einer laufenden Jahresrate von 3,5 vH zu (Schaubild 4), und die Kapazitätsauslastung erhöhte sich nochmals. Es wurden in erheblichem Umfang zusätzliche Arbeitskräfte eingestellt. Zuletzt übertraf die Zahl der Beschäftigten das Niveau im Vorjahr um reichlich 2 vH; die Arbeitslosenquote betrug 4,6 vH und war um rund einen halben Prozentpunkt niedriger als im Herbst 1996.

Kräftige Anstöße für die wirtschaftliche Aktivität kamen erneut aus dem Ausland. Der hohe Produktionsanstieg in Kanada und in Mexiko sowie die anziehende Konjunktur in Westeuropa wirkten belebend auf die Ausfuhren; die dämpfenden Effekte, die aus der Dollar-Aufwertung resultierten, wurden so überkompensiert. Auch die Binnennachfrage expandierte lebhaft. Der private Verbrauch nahm ähnlich deutlich zu wie das Bruttoinlandsprodukt; dabei wurden insbesondere die Käufe langlebiger Güter ausgeweitet. Die verfügbaren Einkommen stiegen als Folge der günstigen Beschäftigungsentwicklung und einer leichten Erhöhung der Reallöhne deutlich. Die Unternehmen investierten weiterhin kräftig. Die Ausrüstungsinvestitionen nehmen bereits seit 1993 mit

<sup>6</sup> In den Problemländern Asiens beträgt der Anteil der Kredite, die nicht bedient werden, zwischen 15 und 20 vH (*The Economist* 1997).

Schaubild 4 – 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.



zweistelligen Raten zu. Die Wirtschaftsbauinvestitionen expandierten ebenfalls zügig. Angeregt wird die Investitionsneigung durch die immer noch hohen Gewinnsteigerungen; die Finanzierungskosten sind weiterhin niedrig, und von den Löhnen geht kaum ein Kostendruck aus. Die Ertragsaussichten werden optimistisch beurteilt, weil in diesem Aufschwung inflationäre Spannungen bislang ausgeblieben sind und von daher nicht mit restriktiven Maßnahmen der Wirtschaftspolitik zu rechnen ist.

Im Verlauf des Jahres hat sich die Inflationsrate weiter zurückgebildet. Im Herbst war der Index der Verbraucherpreise nur um 2 vH höher als im Vorjahr; die Produzentenpreise unterschritten sogar das Niveau im entsprechenden Vorjahreszeitraum. In vergangenen Zyklen war es nach einer so langen Dauer der Aufwärtsbewegung bereits zu einer Verstärkung des Preisauftriebs gekommen. Offenbar ist es der amerikanischen Notenbank dieses Mal gelungen, die Inflationserwartungen niedrig zu halten und sogar weiter zu dämpfen. Dafür spricht, daß die langfristigen Zinsen seit dem vergangenen Frühjahr, als die Fed ein Signal gesetzt und den Leitzins um einen viertel Prozentpunkt angehoben hatte, um fast einen Prozentpunkt gefallen sind – und dies trotz des raschen Aufschwungs in den Vereinigten Staaten und in der Weltwirtschaft, der erfahrungsgemäß mit einem Anstieg des Realzinses einhergeht. In den kommenden Monaten wird die Notenbank die Leitzinsen wohl nicht erhöhen. Maßgeblich für die abwartende Haltung ist die Nervosität an den internationalen Finanzmärkten. Außerdem dürfte sich das Expansionstempo der Wirtschaft allmählich verlangsamen. Alles in allem bleibt es bei dem stabilitätsorientierten Kurs der Notenbank, der auf die Konjunktur im großen und ganzen neutral wirkt.

Auch die amerikanische Finanzpolitik setzte ihren mittelfristig orientierten Kurs fort. Dabei ist die Ausgabenquote des Staates seit Beginn der neunziger Jahre zurückgeführt worden. Dies trug dazu bei, daß das strukturelle Haushaltsdefizit merklich sank: Belief es sich in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt im Jahr 1992 noch auf 4 vH, dürfte die Defizitquote in diesem Jahr auf rund 1 vH zurückgehen. Die günstige Konjunktur war ausschlaggebend dafür, daß der Bundeshaushalt im abgelaufenen Fiskaljahr (30. September) ein sehr niedriges Defizit aufwies; in Relation zum Bruttoinlandsprodukt betrug es weniger als 0,5 vH – dies ist der niedrigste Wert seit Anfang der sechziger Jahre. Damit ist die Regierung dem für das Jahr 2002 angestrebten Ziel eines ausgeglichenen Haushalts recht nahe gekommen. Für 1998 ist indes kaum mit einem weiteren Rückgang des Fehlbetrags zu rechnen, da die Steuereinnahmen infolge der moderaten konjunkturellen Expansion nicht mehr so stark wie bisher zunehmen werden. Ferner sind – wenn auch nur in geringem Umfang – Steuersenkungen vorgenommen worden. Die Finanzpolitik verfolgt im Prognosezeitraum weiterhin einen in etwa konjunkturneutralen Kurs.

Aufgrund der Ausrichtung der Wirtschaftspolitik ist damit zu rechnen, daß die amerikanische Konjunktur auch im kommenden Jahr aufwärtsgerichtet sein wird; gleichwohl wird sich der Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts nochmals etwas abschwächen auf eine Rate, die dem Wachstum des Produktionspotentials entspricht. Die jüngste Entwicklung der Industrieproduktion, der Auftragseingänge und der Einzelhandelsumsätze läßt auf eine etwas langsa-

Tabelle 3 – Eckdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung in den Vereinigten Staaten 1995–1998 – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (vH)

	1995	1996	1997 <sup>a</sup>	1998 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	2,0	2,8	3,6	2,5
Privater Verbrauch	2,4	2,6	3,0	2,5
Staatsverbrauch	0,0	0,5	1,0	1,0
Anlageinvestitionen	5,1	8,4	7,5	5,5
Ausrüstungen	10,8	10,9	11,0	8,0
Gewerbliche Bauten	4,3	4,9	4,0	4,0
Wohnungsbau	-3,7	5,9	2,0	1,0
Lagerinvestitionen <sup>c</sup>	-0,4	0,0	0,4	0,0
Exporte	11,1	8,3	12,0	8,0
Importe	8,9	9,1	12,0	10,0
Inlandsnachfrage <sup>b</sup>	1,9	3,0	3,7	2,8
Verbraucherpreise	2,8	2,9	2,4	2,5
Arbeitslosenquote <sup>d</sup>	5,6	5,4	5,0	5,0
Leistungsbilanzsaldo <sup>e</sup>	-1,8	-1,9	-2,0	-2,0
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo <sup>e</sup>	-1,9	-1,1	0,0	0,0

<sup>a</sup> Prognose, teilweise gerundet. – <sup>b</sup> In Preisen von 1992. – <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 (1997a), U.S. Department of Commerce (1997), eigene Schätzungen.

mere Gangart schließen. Deutlich abflachen wird sich vermutlich 1998 der Zuwachs der Exporte. So dürften die Restriktionsmaßnahmen, die in einigen asiatischen Ländern, aber beispielsweise auch in Brasilien ergriffen worden sind, die Nachfrage nach amerikanischen Produkten beeinträchtigen; der Anteil der Exporte in diese „Problemländer“ an den gesamten Ausfuhren beträgt rund 10 vH. Ferner spielt eine Rolle, daß die Konjunktur in Japan (Exportanteil etwa 11 vH) immer noch nicht gefestigt ist; nicht zuletzt ist die Aufwertung des Dollar gegenüber dem japanischen Yen sehr ausgeprägt gewesen. Für 1998 ist mit einem Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts um etwa 2,5 vH zu rechnen (Tabelle 3). Dabei wird die Arbeitslosigkeit auf niedrigem Niveau verharren. Das Preisklima wird weiter günstig bleiben; wie in diesem Jahr dürfte die Inflation – gemessen an den Verbraucherpreisen – rund 2,5 vH betragen. Mit dem Ausbleiben inflationärer Spannungen sind die Chancen gut, daß die neutrale Ausrichtung der Wirtschaftspolitik beibehalten und die amerikanische Wirtschaft auch 1999 aufwärtsgerichtet sein wird.

### Konjunkturschwäche in Japan

In Japan ist es im Jahr 1997 zu einem konjunkturellen Rückschlag gekommen, zu dem wesentlich beigetragen hat, daß die Finanzpolitik anders als in den Vorjahren stark restriktiv wirkte. Der Einbruch der Inlandsnachfrage im Frühjahr fiel besonders drastisch aus, weil wegen der Mehrwertsteuererhöhung am

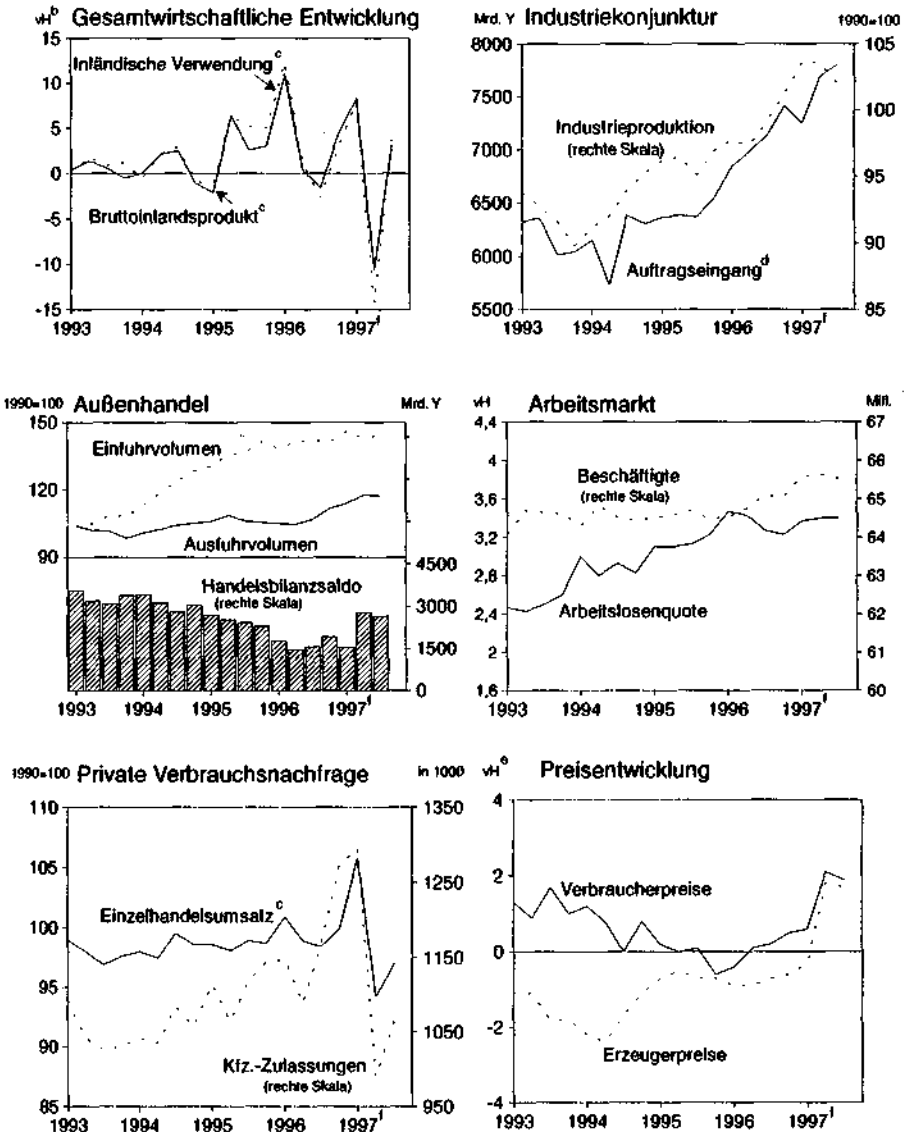
1. April 1997 Käufe vorgezogen worden waren; die Belegung im Verlauf des Sommers war verhalten. Erhebliche Impulse kamen indes von der Auslandsnachfrage; sie sind allerdings zuletzt im Gefolge der Wechselkursstürbulenzen im asiatischen Raum spürbar schwächer geworden. Alles in allem hat sich die Konjunktur im Vergleich zum vergangenen Jahr merklich abgeschwächt (Schaubild 5). Im Verarbeitenden Gewerbe ist die Produktion zunächst nur zögerlich an die gesunkene Nachfrage angepaßt worden, so daß die Lagerbestände beträchtlich zunahm. Die Zahl der Beschäftigten hat sich trotz der schwachen Konjunktur bislang kaum verringert; deutlich eingeschränkt wurde aber die Zahl der Überstunden. Die Arbeitslosenquote ist im Frühsommer leicht gestiegen; seither verharrt sie bei 3,5 vH der Erwerbspersonen. Der Preisauftrieb ist in der Grundtendenz nach wie vor gering. Die Verbraucherpreise lagen freilich – vor allem infolge der sprunghaften Erhöhung des Preisniveaus durch die Mehrwertsteuererhöhung – um reichlich 2 vH über ihrem Niveau im Vorjahr.

Die Inlandsnachfrage ist in diesem Jahr durch die Finanzpolitik spürbar gedämpft worden. Hierzu trug bei, daß die Staatsausgaben vermindert wurden; vor allem die öffentlichen Investitionen, die in den Jahren zuvor stark ausgeweitet worden waren, gingen erheblich zurück. Für die konjunkturelle Entwicklung bedeutsamer war aber die Erhöhung von Steuern und Abgaben in einem Umfang, der etwa 1,5 vH des Bruttoinlandsprodukts entspricht. So hat die Mehrwertsteuererhöhung um 2 Prozentpunkte die Nachfrage der privaten Haushalte gedämpft. Darüber hinaus ist eine Einkommensteuererstattung in Höhe von reichlich 1 vH des Bruttoinlandsprodukts entfallen, die 1994 befristet eingeführt worden war, um die Konjunktur zu stimulieren. Zusammen mit einer Reihe weiterer Abgabenerhöhungen haben diese Maßnahmen bewirkt, daß das real verfügbare Einkommen der privaten Haushalte in diesem Jahr deutlich niedriger war als im Jahr zuvor.

Weniger erratisch als der Konsum entwickelten sich im zu Ende gehenden Jahr die privaten Investitionen. Zwar gingen die Wohnungsbauinvestitionen sehr kräftig zurück; auch hier war es im Zusammenhang mit der Erhöhung der Mehrwertsteuer zu ausgeprägten Vorzieheffekten gekommen, und darüber hinaus waren Programme zur Bauförderung ausgelaufen. Die gewerblichen Anlageinvestitionen wurden aber in nur wenig vermindertem Tempo ausgedehnt. Stützend wirkten hier die niedrigen Zinsen und positive Gewinnerwartungen infolge der deutlich zunehmenden Nachfrage aus dem Ausland. Die Ausfuhren expandierten bei der günstigen Weltkonjunktur und einer verbesserten preislichen Wettbewerbsfähigkeit in raschem Tempo. Gleichzeitig nahmen die Importe bei der flauen Gesamtnachfrage nur geringfügig zu, und der Außenbeitrag stieg fühlbar. Der Überschuß in der Leistungsbilanz weitete sich deutlich aus; gemessen am Bruttoinlandsprodukt betrug er 1997 rund 2 vH (1996: 1,4 vH).

Im Jahr 1997 hat die kräftige Auslandsnachfrage verhindert, daß es zu einem Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion gekommen ist. Allerdings haben sich die Aussichten für eine Fortsetzung des Exportaufschwungs zuletzt deutlich verschlechtert. Japan ist von den Währungsturbulenzen und der markanten Abschwächung des Produktionsanstiegs im asiatischen Raum aufgrund der starken wirtschaftlichen Verflechtung besonders betroffen. Die Exportaus-

Schaubild 5 – 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.



sichten für japanische Produzenten werden zum einen dadurch getrübt, daß die Nachfrage aus den Problemländern (vor allem Thailand, Malaysia, Indonesien, Philippinen und Südkorea) sinkt oder weniger steigt als zuvor. Zum anderen haben japanische Produzenten an preislicher Wettbewerbsfähigkeit gegenüber Produzenten aus den asiatischen Ländern verloren, mit denen sie auf Drittmärkten konkurrieren. So hat sich beispielsweise der koreanische Won relativ zum japanischen Yen seit dem Frühjahr 1997 um etwa 20 vH abgewertet, die Währungen Indonesiens und Thailands sogar um fast ein Drittel. Stützend wirkt hingegen, daß der Yen im Vergleich zum Dollar und den europäischen Währungen niedriger bewertet ist und sich die Wettbewerbsposition japanischer Produzenten gegenüber Anbietern aus diesen Ländern von daher verbessert hat. Insgesamt wird der Anstieg der japanischen Ausfuhr aber wohl merklich gedämpft werden.

Vor dem Hintergrund der schleppenden Inlandsnachfrage und der verschlechterten außenwirtschaftlichen Rahmenbedingungen hat der Druck auf die Finanzpolitik zugenommen, die Nachfrage durch vermehrte Ausgaben zu stützen; auch wird eine spürbare Einkommensteuersenkung gefordert. Inzwischen wurde zwar ein Maßnahmenbündel vorgelegt; dieses dürfte aber kurzfristig nur geringe Wirkungen entfalten, da weder nennenswerte Mehrausgaben des Staates noch spürbare Entlastungen der Unternehmen und der privaten Haushalte vorgesehen sind. Der Schwerpunkt des Programms liegt auf einer Vielzahl von Einzelschritten zur Deregulierung der Wirtschaft, mit denen eine Stimulierung von der Angebotsseite her angestrebt wird. Zumeist sind die Veränderungen jedoch wenig bedeutend, und dort, wo nennenswerte Wirkungen erwartet werden können – z.B. im Finanzsektor –, dürften sie erst auf längere Sicht fühlbar werden. Für die Prognose wird angenommen, daß es im Rahmen des Nachtragshaushalts, der üblicherweise gegen Jahresende vorgelegt wird, zu einer moderaten Aufstockung der bislang vorgesehenen Mittel für öffentliche Investitionen kommen wird. Eine für das kommende Jahr vorgesehene Reform der Unternehmensbesteuerung dürfte weitgehend aufkommensneutral konzipiert werden, eine Einkommensteuersenkung erwarten wir nicht.

Derzeit wird ein Konzept zur Stützung des Finanzsektors ausgearbeitet. Die Mittel des bestehenden Einlagensicherungsfonds sind nach dem Zusammenbruch mehrerer großer Finanzinstitute im Herbst dieses Jahres weitgehend aufgezehrt; weitere Banken müssen aber wohl noch geschlossen werden. Es ist sehr wahrscheinlich, daß in beträchtlichem Umfang öffentliche Mittel eingesetzt werden, um die Verluste von privaten Einlegern zu begrenzen; eine quantitative Abschätzung der staatlichen Hilfen ist derzeit aber nicht möglich. Auch dürften die Maßnahmen so finanziert werden, daß sie nicht unmittelbar budgetwirksam werden.<sup>7</sup> Alles in allem wird der Konsolidierungskurs wohl nicht verlassen; die restriktiven Wirkungen der Finanzpolitik dürften aber bei weitem nicht so ausgeprägt sein wie in diesem Jahr. Das Budgetdefizit der Gebietskörperschaften

---

<sup>7</sup> So ist wahrscheinlich, daß der aus Mitteln der Postsparkasse gespeiste „zweite Haushalt“, das „Fiscal Investment and Loan Program“, eine wichtige Rolle bei der Finanzierung von Stützungsmaßnahmen spielen wird.

wird von rund 6,5 vH in Relation zum Bruttoinlandsprodukt im Finanzjahr 1997 auf etwa 6 vH 1998 sinken, nachdem es 1996 noch 7,6 vH betragen hatte; das gesamtstaatliche Finanzierungsdefizit liegt wegen der Überschüsse der Sozialversicherungen um etwa 3 Prozentpunkte niedriger.

Die Zentralbank hat ihre Zinsen auf extrem niedrigem Niveau gehalten. Seit September 1995 beträgt der Diskontsatz 0,5 %, und der Zinssatz für Tagesgeld lag zumeist noch etwas darunter. Trotz der sehr geringen Zinsen wird das Kreditvolumen kaum ausgeweitet, weil sowohl die Finanzinstitute als auch die produzierenden Unternehmen bemüht sind, ihre Verbindlichkeiten im Verhältnis zum Eigenkapital zu reduzieren. In vielen Fällen sind Bilanzen im Gefolge der beträchtlichen Vermögensverluste durch den Rückgang der Aktien- und der Immobilienpreise in den neunziger Jahren in eine Schiefelage geraten. In Anbetracht des zusätzlichen Volumens an notleidenden Krediten, das aus dem starken Engagement japanischer Banken in Südostasien resultiert, und der schwachen Verfassung der heimischen Finanzmärkte wird die Notenbank ihre Zinsen weiterhin niedrig halten. Darüber hinaus wird sie in Fällen akuter Liquiditätsprobleme einzelner Institute Mittel bereitstellen und so ihrer Funktion als „Lender of Last Resort“ gerecht werden.

Bei diesen Rahmenbedingungen dürfte die Produktion in Japan im kommenden Jahr etwas stärker ausgeweitet werden als in diesem, der Anstieg wird jedoch weiter gering sein (Tabelle 4). Der private Verbrauch wird bei wieder zunehmenden real verfügbaren Einkommen leicht beschleunigt expandieren;

Tabelle 4 – Eckdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung in Japan 1995–1998 – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (vH)

	1995	1996	1997 <sup>a</sup>	1998 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	1,4	3,9	1,1	1,5
Privater Verbrauch	2,1	2,9	1,5	1,0
Staatsverbrauch	3,3	1,5	-0,5	1,5
Anlageinvestitionen	1,1	8,7	-3,5	2,5
Unternehmensinvestitionen	5,2	9,5	4,5	3,0
Wohnungsbau	-6,5	13,9	-13,5	-4,0
Öffentliche Investitionen	0,6	9,3	-11,5	4,0
Lagerinvestitionen <sup>c</sup>	0,0	0,0	0,0	0,0
Exporte	5,4	3,5	10,0	4,0
Importe	14,2	11,5	0,5	1,5
Inlandsnachfrage <sup>b</sup>	2,2	4,9	0,0	1,0
Verbraucherpreise	-0,1	0,1	1,7	0,7
Arbeitslosenquote <sup>d</sup>	3,2	3,4	3,4	3,5
Leistungsbilanzsaldo <sup>e</sup>	2,2	1,4	2,1	2,3
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo <sup>e</sup>	-3,7	-4,4	-3,5	-3,2

<sup>a</sup> Prognose, teilweise gerundet. – <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 Erwerbsspersonen. – <sup>e</sup> In vH des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: OECD (1997 a), eigene Schätzungen.



wegen des niedrigen Niveaus zu Beginn des Jahres wird seine Zuwachsrate im Jahresdurchschnitt des kommenden Jahres aber etwas geringer ausfallen als 1997. Der Wohnungsbau dürfte nach dem Einbruch im zu Ende gehenden Jahr wieder aufwärtsgerichtet sein, zumal die Finanzierungskosten niedrig bleiben. Die Investitionsneigung der Unternehmen wird indes vorerst dadurch gedämpft, daß die Absatz- und Ertragserwartungen nach unten revidiert wurden. Die Gewinne der Unternehmen steigen gleichwohl weiter, und bei der allmählichen Festigung der Endnachfrage sowie anhaltend niedrigen Zinsen ist es wahrscheinlich, daß die Unternehmensinvestitionen in der zweiten Hälfte des kommenden Jahres wieder deutlich ausgeweitet werden. Die Exporte werden vor allem infolge der Wechselkursurbulenzen in Asien spürbar langsamer zunehmen als in diesem Jahr. Die gesamtwirtschaftliche Produktion wird im Verlauf des Jahres mit einer laufenden Rate von rund 2 vH expandieren und damit nicht wesentlich vom geschätzten Wachstum des Produktionspotentials abweichen. Alles in allem wird das Bruttoinlandsprodukt 1998 sein Niveau vom Vorjahr um 1,5 vH übersteigen. Die Zahl der Arbeitslosen erhöht sich nochmals leicht, und der Preisauftrieb bleibt gering.

### **Geldpolitik regt Konjunktur in Westeuropa an**

In Westeuropa wurde die gesamtwirtschaftliche Produktion im Sommerhalbjahr gegenüber dem vorherigen Winterhalbjahr mit deutlich beschleunigtem Tempo ausgeweitet. Erstmals seit 1995 ist die Arbeitslosenquote leicht zurückgegangen. Die Entwicklung verlief allerdings in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich: Während in einigen Ländern – wie zum Beispiel im Vereinigten Königreich, in den Niederlanden und in Dänemark – die Beschäftigung kräftig erhöht wurde und die Arbeitslosigkeit stark sank, war die Situation in anderen Ländern – insbesondere in Deutschland und in Frankreich – unverändert angespannt. Der Preisauftrieb blieb im Verlauf des Jahres moderat. Zwar erhöhten sich die Importpreise aufgrund der Abwertung zahlreicher europäischer Währungen gegenüber dem Dollar deutlich; diesem Effekt standen aber nur geringe Steigerungen bei den Lohnstückkosten gegenüber. In einer Reihe von Ländern ist allerdings der Tiefpunkt der Inflationsraten durchschritten.

Die Finanzpolitik in den westeuropäischen Ländern war in diesem Jahr vorrangig von dem Ziel bestimmt, den Referenzwert des Vertrags von Maastricht für das Budgetdefizit in Höhe von 3 vH in Relation zum Bruttoinlandsprodukt nicht zu überschreiten. Dazu wurden erneut hauptsächlich Einnahmen erhöht und – in geringerem Umfang – Ausgaben gekürzt. Es zeichnet sich ab, daß die meisten Länder das angestrebte Ziel erreichen oder ihm zumindest sehr nahe kommen werden. Die Regierungen werden für das kommende Jahr wiederum auf die Einhaltung des Referenzwertes abzielen, um die Nachhaltigkeit der Haushaltskonsolidierung zu unterstreichen, die vom Vertrag von Maastricht gefordert wird. Zu einer Abnahme der Defizite wird es im allgemeinen auch infolge der sich bessernden Konjunktur kommen. Somit sind kaum weitere Einschnitte bei den Ausgaben oder umfangreiche Anhebungen von Abgaben wahrscheinlich. Das strukturelle Defizit wird kaum noch sinken, es dürfte für

die an der EWU teilnehmenden Länder durchschnittlich etwa 2,5 vH in Relation zum Bruttoinlandsprodukt betragen und nur wenig niedriger sein als 1997. Die restriktiven Wirkungen der Finanzpolitik werden daher im kommenden Jahr deutlich nachlassen.

Die Geldpolitik ist in den meisten Ländern Westeuropas seit mehr als zwei Jahren expansiv ausgerichtet. Daran hat sich auch nach den geringfügigen Zinserhöhungen einiger Zentralbanken im Oktober nichts geändert. Der weitere Kurs der Geldpolitik hängt vor allem von den Entscheidungen bezüglich der EWU im Mai kommenden Jahres ab. In dieser Prognose wird unterstellt, daß die dritte Stufe der EWU mit einem großem Kreis von Teilnehmerstaaten pünktlich zum 1. Januar 1999 starten wird. Wegen einer deutlichen Verfehlung der Kriterien des Vertrags von Maastricht wird nur Griechenland aus der Anfangsrunde der Teilnehmer ausgeschlossen sein; die Regierungen im Vereinigten Königreich, in Schweden und in Dänemark haben entschieden, nicht von Beginn an teilzunehmen. Gleichzeitig mit der Benennung der Teilnehmer wird auch das Verfahren bestimmt, nach dem die Umtauschkurse festgelegt werden. Hier wird angenommen, daß die bisherigen EWS-Leitkurse gewählt werden.<sup>8</sup>

Mit der Festlegung des Verfahrens beginnt die Währungsunion faktisch im Mai 1998. Eine Konsequenz ist, daß sich die kurzfristigen Zinsen in den einzelnen Teilnehmerstaaten sofort angleichen werden (Scheide und Solveen 1997). Derzeit bestehen noch erhebliche Unterschiede bei den Geldmarktzinsen von Land zu Land. Im Verlauf des kommenden Jahres dürften die Leitzinsen in Deutschland und den übrigen Ländern des DM-Blocks allenfalls geringfügig angehoben werden. Ausschlaggebend hierfür ist, daß es keine durchgreifende Besserung am Arbeitsmarkt geben wird. In den Ländern der EWU dürfte sich der Geldmarktzins (Dreimonatszins) bei knapp 4% einpendeln. Daraus ergibt sich für die südeuropäischen Länder und auch für Irland ein deutlicher Zinssenkungsspielraum.

Für Westeuropa insgesamt bedeuten diese Zinsänderungen, daß sich der Expansionskurs der Geldpolitik verstärkt. Der durchschnittliche kurzfristige Zins wird im kommenden Jahr sogar niedriger sein als derzeit (4,3%). Der Realzins (Nominalzins abzüglich Inflationsrate) wird dann weniger als 2% betragen. Damit wird er das Niveau, das im langjährigen Durchschnitt erreicht wurde, erheblich unterschreiten (vgl. zur Analyse des Realzinses Gern et al. 1997). Dies dürfte dazu beitragen, daß sich die Geldmengenexpansion in Europa, die sich seit 1995 tendenziell verstärkt hat, nochmals beschleunigt, zumal die Kreditnachfrage im Zuge des Aufschwungs lebhaft steigen wird. Infolge des anhaltenden Expansionskurses dürfte sich so ein Geldüberhang ergeben, der den Preisauftrieb beschleunigt. Die Inflationsrate in Europa wird bereits zu Beginn der Währungsunion etwas höher sein als von der Europäischen Zentralbank angestrebt. Diese Tendenz wird sich im Verlauf des Jahres 1999 verstärken. Die Europäische Zentralbank wird somit bereits zu Beginn ihrer Tätigkeit gezwun-

---

<sup>8</sup> Die meisten europäischen Wechselkurse liegen gegenwärtig sehr nahe bei ihren EWS-Leitkursen. Das irische Pfund hat dagegen deutlich gegenüber den EWS-Währungen aufgewertet. Wir unterstellen, daß sein Leitkurs nach oben angepaßt wird.

gen sein, die Geldpolitik deutlich zu straffen, um sich die Reputation als stabilitätsorientierte Notenbank zu erwerben.

### *Aufschwung in Frankreich festigt sich*

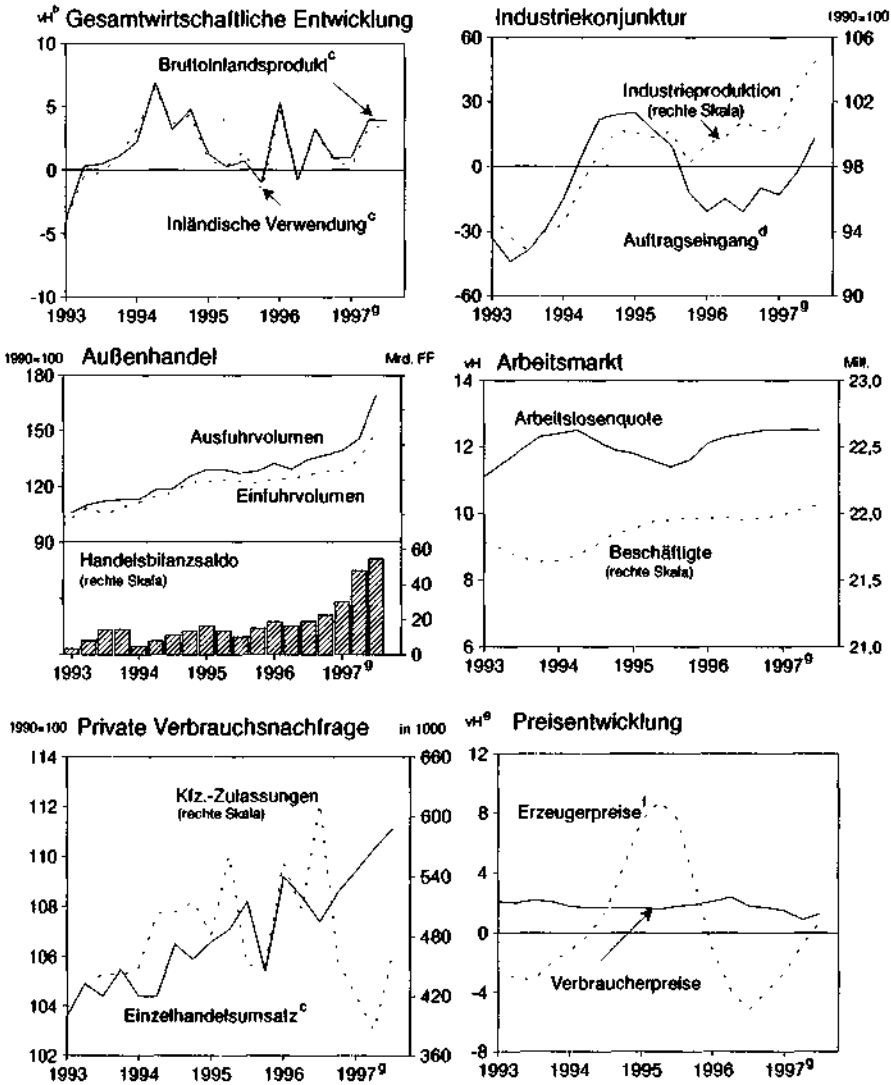
In Frankreich hat sich der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts im Sommerhalbjahr von 1,5 vH auf reichlich 3 vH (laufende Jahresrate) erhöht. Der Motor des Aufschwungs waren weiterhin die Exporte, die infolge der spürbaren realen Abwertung gegenüber dem Dollar und dem Pfund Sterling und der guten konjunkturellen Situation in wichtigen Handelspartnerländern kräftig expandierten (Schaubild 6). Auch die Ausrüstungsinvestitionen nahmen zuletzt beschleunigt zu. Maßgeblich hierfür waren vor allem die günstigen Finanzierungsbedingungen und die positiven Absatz- und Ertragserwartungen der Unternehmen. Dagegen wurden die Bauinvestitionen trotz der niedrigen Zinsen nur geringfügig ausgeweitet; hier wirkten hohe Leerstände bei gewerblichen Bauten dämpfend. Der private Konsum hatte sich im ersten Halbjahr dieses Jahres vorübergehend schwach entwickelt, da aufgrund einer befristeten staatlichen Subvention Pkw-Käufe in das vergangene Jahr vorgezogen worden waren. Er war zuletzt wieder merklich aufwärtsgerichtet; stützend wirkte, daß die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte infolge etwas höherer Lohnsteigerungen und einer geringfügigen Zunahme der Zahl der Beschäftigten anwuchs. Die Arbeitslosenquote verharrte auf dem hohem Niveau von 12,5 vH. Der Preisauftrieb blieb sehr moderat; zuletzt lagen die Verbraucherpreise nur um 1 vH über dem Niveau im Vorjahr.

Die Banque de France hat Anfang Oktober den Leitzins um 0,2 Prozentpunkte auf 3,3 % erhöht. Trotz dieser Maßnahme ist die französische Geldpolitik nach wie vor expansiv ausgerichtet. Zum einen sind die Realzinsen deutlich geringer als im langjährigen Durchschnitt, zum anderen ist die Differenz zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen relativ groß. Im Zeitraum bis zur Festlegung der Teilnehmer an der EWU im Mai 1998 dürfte die französische Notenbank die kurzfristigen Zinsen nochmals leicht anheben. Alles in allem wird die Konjunktur aber weiterhin durch monetäre Impulse stimuliert.

Die jüngsten Daten für den Staatshaushalt deuten darauf hin, daß die Finanzpolitik in diesem Jahr den Referenzwert des Vertrags von Maastricht für das Budgetdefizit in Höhe von 3 vH in Relation zum Bruttoinlandsprodukt erreichen wird. Allerdings haben dazu auch einmalige Maßnahmen – wie die Sonderzahlung der France Télécom an den Staat – beigetragen. Für das kommende Jahr hat die Regierung ein Budget vorgelegt, das auf höhere Staatseinnahmen durch eine Verbreiterung der Steuerbasis abzielt. Dagegen sollen die Staatsausgaben real konstant bleiben; höhere Ausgaben zur Schaffung von 150 000 Arbeitsplätzen für jugendliche Arbeitslose werden durch Kürzungen an anderer Stelle des Budgets finanziert. Insgesamt bleibt die Finanzpolitik leicht restriktiv ausgerichtet.

Im kommenden Jahr wird das reale Bruttoinlandsprodukt weiterhin zügig expandieren. Dabei wird der Aufschwung an Breite gewinnen. Während die Ausfuhren von der anhaltend günstigen Konjunktur bei den Handelspartnerlän-

Schaubild 6 – 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.



dem profitieren, stützt nun verstärkt auch die Inlandsnachfrage die konjunkturelle Aufwärtstendenz. Die Ausweitung der Ausrüstungsinvestitionen wird sich wegen des spürbaren Anstiegs der Kapazitätsauslastung beschleunigen. Der private Konsum nimmt vor allem aufgrund einer verbesserten Beschäftigungssituation in höherem Tempo zu. Insgesamt wird das Bruttoinlandsprodukt im

Tabelle 5 – Eckdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung in Frankreich 1995–1998 – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (vH)

	1995	1996	1997 <sup>a</sup>	1998 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	2,1	1,5	2,3	3,0
Privater Verbrauch	1,7	2,1	0,5	2,0
Staatsverbrauch	0,0	1,3	1,5	0,5
Anlageinvestitionen	2,5	-0,5	0,0	5,0
Ausrüstungen	6,6	0,7	2,0	7,5
Bauten	-0,3	-0,5	-1,0	3,5
Lagerinvestitionen <sup>c</sup>	0,4	-0,1	0,0	0,3
Exporte	6,3	4,7	10,5	8,5
Importe	5,1	2,8	5,5	7,5
Inlandsnachfrage <sup>b</sup>	1,8	1,0	0,5	2,5
Verbraucherpreise	1,8	2,0	1,3	2,0
Arbeitslosenquote <sup>d</sup>	11,6	12,3	12,5	12,0
Leistungsbilanzsaldo <sup>e</sup>	0,7	1,3	2,5	2,0
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo <sup>e</sup>	-5,0	-4,2	-3,0	-3,0

<sup>a</sup> Prognose, teilweise gerundet. – <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 Erwerbbspersonen. – <sup>e</sup> In vH des nominalen Bruttoinlandsprodukts.

Quelle: Wie Tabelle 4.

Jahr 1998 um etwa 3 vH steigen, die Zuwachsrates für das laufende Jahr beträgt etwas weniger als 2,5 vH (Tabelle 5).

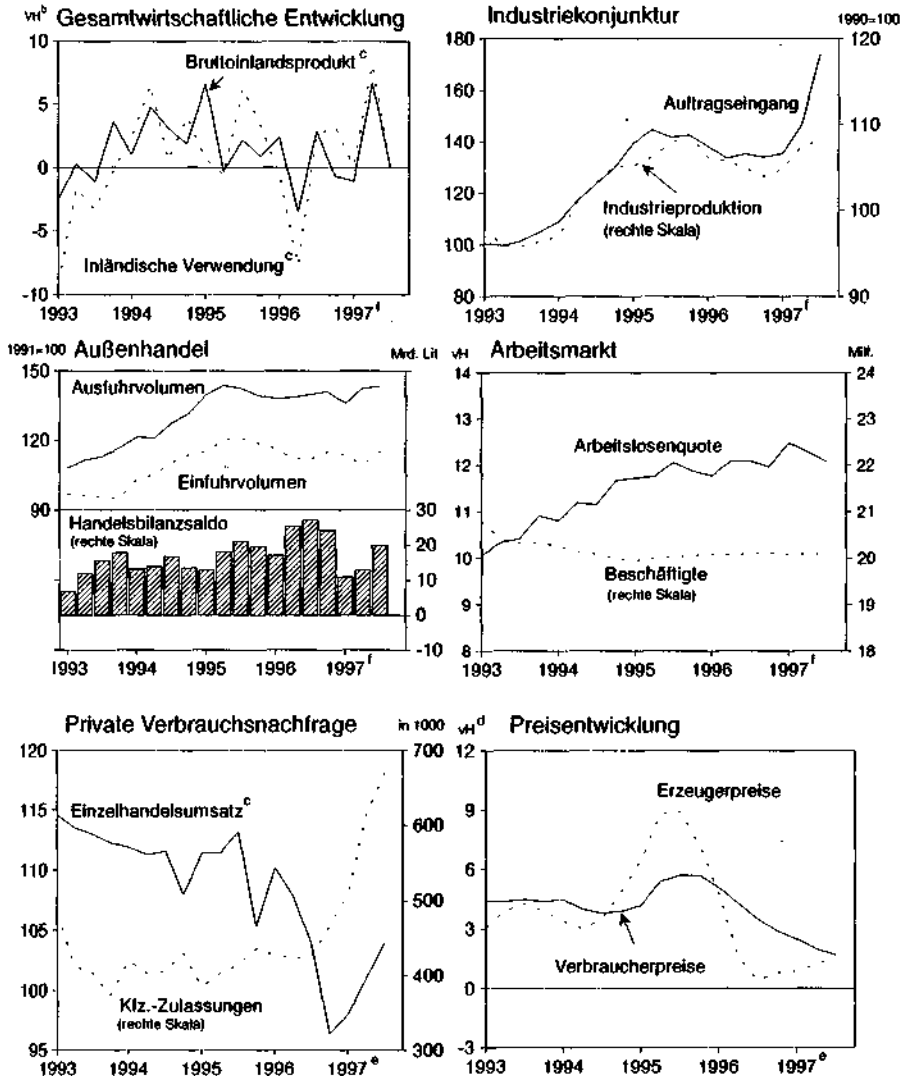
Die Inflationsrate fällt 1997 mit knapp 1,5 vH niedrig aus. Im Jahr 1998 wird sie sich bei der kräftigeren Nachfrage leicht beschleunigen; im Jahresdurchschnitt wird das Niveau der Konsumentenpreise etwa 2 vH über dem dieses Jahres liegen.

#### *Vom Konsum getragene Erholung in Italien*

In Italien war die Konjunktur im Sommerhalbjahr spürbar aufwärtsgerichtet, nachdem die gesamtwirtschaftliche Produktion im vergangenen Winterhalbjahr leicht zurückgegangen war. Die Erholung in den letzten Monaten wurde zwar durch Sonderfaktoren – wie zum Beispiel der Subvention des Absatzes von Neuwagen – überzeichnet, sie hat sich aber auch in der Grundtendenz weiter gefestigt. Der private Konsum zog – gestützt von der Expansion der real verfügbaren Einkommen – merklich an. Die Exporte wurden wegen der verbesserten konjunkturellen Situation in wichtigen Handelspartnerländern beschleunigt ausgeweitet; gleichzeitig stiegen auch die Importe kräftig. Dagegen blieb die Zunahme der Investitionen im bisherigen Jahresverlauf verhalten. Neben den im europäischen Vergleich relativ hohen Realzinsen wirkte hier die noch niedrige Kapazitätsauslastung der meisten Unternehmen dämpfend.

Die Situation auf dem Arbeitsmarkt blieb angespannt. Die Arbeitslosenquote betrug rund 12 vH und entsprach damit dem Wert im Vorjahreszeitraum

Schaubild 7 – 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>Veränderung gegenüber dem Vorjahr. - <sup>e</sup>Teilweise geschätzt.



(Schaubild 7). Der Preisauftrieb blieb moderat; die Konsumentenpreise waren nur um knapp 1,5 vH höher als im Herbst vorigen Jahres. Der Anstieg der Produzentenpreise beschleunigte sich geringfügig.

Das günstige Preisklima ist die Folge des restriktiven Kurses der italienischen Geldpolitik in den letzten Jahren; zeitweilig war die Geldmenge sogar gesun-

ken. Erst im Verlauf des letzten Jahres wurde der Kurs allmählich gelockert. Die Zentralbank hat die Leitzinsen 1996 und 1997 insgesamt um jeweils 2,75 Prozentpunkte auf gegenwärtig 6,25 % (Diskontsatz) und 7,75 % (Lombardsatz) zurückgenommen. In der Folge nahmen die Geldmengen beschleunigt zu. Für die nähere Zukunft ist angesichts des geringen Preisauftriebs und des stabilen Außenwertes der italienischen Lira mit weiteren vorsichtigen Zinssenkungen zu rechnen. Nach der Entscheidung zugunsten einer Teilnahme Italiens an der EWU im Mai kommenden Jahres wird die italienische Notenbank das Niveau der kurzfristigen Zinsen rasch auf das der deutschen Zinsen zurückführen. Damit wird die Geldpolitik im Jahr 1998 zunehmend expansiv ausgerichtet sein.

Die italienische Finanzpolitik war bemüht, den Staatshaushalt zu konsolidieren und im Jahr 1997 die Kriterien des Vertrags von Maastricht zu erfüllen. Zu diesem Zweck wurden die Staatsausgaben gekürzt und die Steuern erhöht. Auch gab es Maßnahmen wie zum Beispiel die Euro-Steuer im Jahr 1997 und das Verschieben von Zahlungen in das Jahr 1998, die lediglich 1997 das Defizit verringerten. Deshalb sind für den Haushalt des kommenden Jahres neuerliche Anstrengungen notwendig, damit der Referenzwert in Höhe von 3 vH in Relation zum Bruttoinlandsprodukt nicht überschritten wird. Die Regierung hat aus diesem Grund ein Paket beschlossen, das Steuererhöhungen – beispielsweise bei der Mehrwertsteuer<sup>9</sup> – und Einsparungen beinhaltet, die zusammengenommen das Defizit um reichlich 1 vH in Relation zum Bruttoinlandsprodukt vermindern sollen. Die Abnahme des Fehlbetrags wird durch die bessere Konjunktur, aber auch durch die kräftigen Zinssenkungen erleichtert, die zu merklich niedrigeren Zinszahlungen auf die hohe italienische Staatsschuld führen. Alles in allem verfolgt die italienische Finanzpolitik im kommenden Jahr einen leicht restriktiven Kurs.

Im Prognosezeitraum wird die konjunkturelle Belebung an Breite gewinnen. Da die real verfügbaren Einkommen aufgrund von rascheren Lohnanhebungen und einer Ausweitung der Beschäftigung spürbar anziehen, wird der private Konsum trotz der Erhöhung der Mehrwertsteuer weiterhin merklich steigen. Stützend wirkt dabei, daß das Förderprogramm zum Absatz von Neuwagen verlängert wurde. Gleichzeitig werden die Investitionen wegen der sinkenden Zinsen, der steigenden Kapazitätsauslastung und der optimistischeren Absatz- und Ertrags Erwartungen der Unternehmen beschleunigt expandieren. Hierbei stimuliert auch, daß die Renovierung von Bauten steuerlich begünstigt wird. Das Tempo der Zunahme der Ausfuhren wird 1998 wegen des kräftigen Produktionsanstiegs in den westeuropäischen Handelspartnerländern höher sein als in diesem Jahr.

Im Jahr 1998 wird die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts mit knapp 2,5 vH deutlich größer sein als 1997 (Tabelle 6). Der Anstieg der Verbraucherpreise wird 1997 mit knapp 2 vH im Vergleich zum Vorjahr niedrig sein; im

---

<sup>9</sup> Bisher gab es in Italien vier Mehrwertsteuersätze (4, 10, 16 und 19 vH) für verschiedene Gütergruppen. Nach der Neuregelung werden die meisten Umsätze, die bislang mit 16 oder 19 vH besteuert wurden, mit 20 vH belastet; ausgenommen werden einige Nahrungsmittel.

Tabelle 6 – Eckdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung in Italien 1995–1998 – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (vH)

	1995	1996	1997 <sup>a</sup>	1998 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	2,9	0,7	1,2	2,4
Privater Verbrauch	1,8	0,7	2,0	3,0
Staatsverbrauch	-1,3	0,4	0,5	1,0
Anlageinvestitionen	6,9	1,2	-0,5	5,0
Ausrüstungen	13,4	1,4	1,5	7,5
Bauten	0,7	1,0	-2,5	2,5
Lagerinvestitionen <sup>c</sup>	0,7	0,2	0,7	0,2
Exporte	11,6	-0,3	4,0	9,0
Importe	9,6	-2,6	9,0	10,0
Inlandsnachfrage <sup>b</sup>	2,3	0,2	2,0	2,5
Verbraucherpreise	5,4	3,9	1,8	2,5
Arbeitslosenquote <sup>d</sup>	12,0	12,1	12,5	12,0
Leistungsbilanzsaldo <sup>e</sup>	2,5	3,4	3,0	3,0
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo <sup>e</sup>	-7,0	-6,7	-3,0	-3,0

<sup>a</sup> Prognose, teilweise gerundet. – <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 4.

kommenden Jahr fällt er – vor allen Dingen wegen der Erhöhung der Mehrwertsteuer – etwas höher aus (2,5 vH).

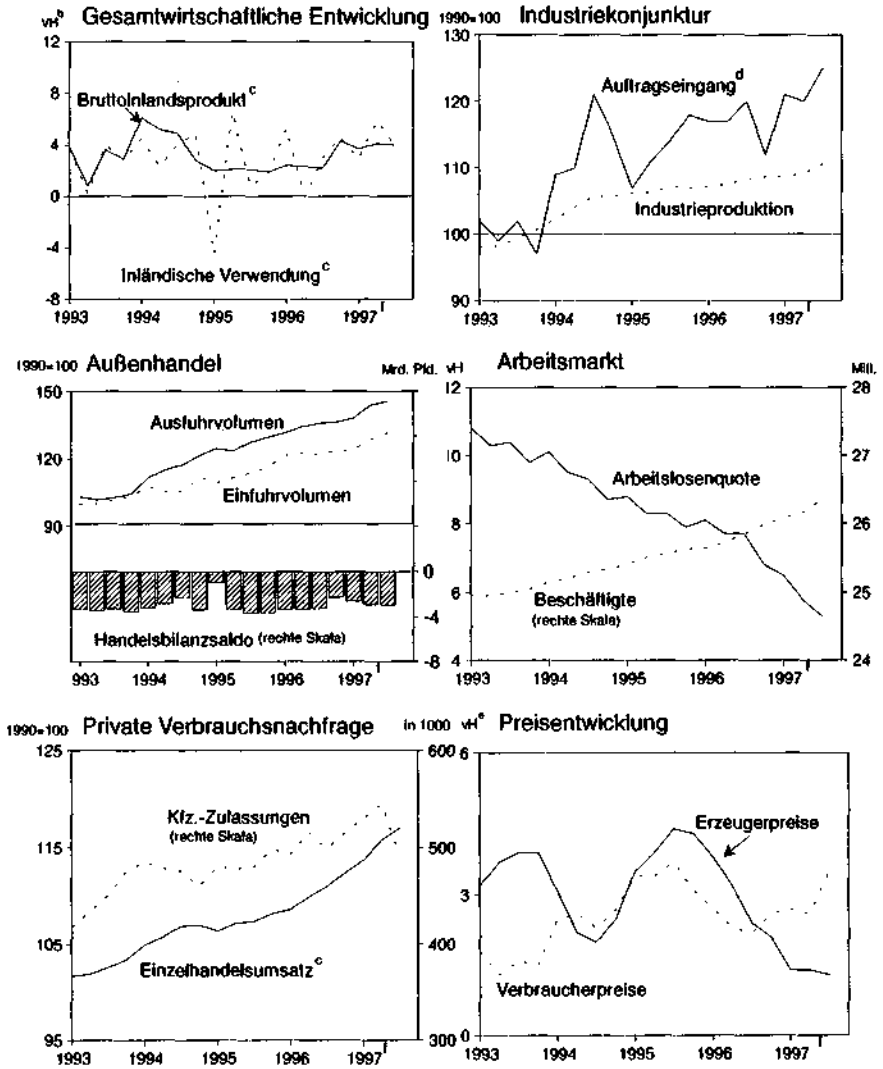
#### *Abflachung des Produktionsanstiegs im Vereinigten Königreich*

Im Vereinigten Königreich ist die gesamtwirtschaftliche Produktion im bisherigen Jahresverlauf in sehr hohem Tempo ausgeweitet worden (Schaubild 8); dabei war der Anstieg erneut deutlich größer als die Zunahme des Produktionspotentials. Der private Konsum expandierte weiterhin rasch. Die Ausrüstungsinvestitionen – insbesondere im Bereich der Finanz- und Kommunikationsdienstleistungen – zogen spürbar an; stimulierend wirkten die positiven Gewinnwartungen und die hohe Auslastung der Kapazitäten. Auch die Ausfuhren blieben wegen der guten Weltkonjunktur merklich aufwärtsgerichtet, obwohl die kräftige Aufwertung des Pfund Sterling dämpfend wirkte.

Die Preise steigen weiterhin schneller als angestrebt. Der für die Politik der Zentralbank relevante Verbraucherpreisindex lag im Oktober mit einer Rate von 2,8 vH (Vorjahresvergleich) unverändert über dem Zielwert von 2,5 vH. Der Index der Einzelhandelspreise, der die Hypothekenzinsen einschließt, erhöhte sich sogar beschleunigt, weil sich die jüngsten Leitzinsanhebungen in den Hypothekenzinsen niederschlugen. Die Zahl der Beschäftigten wurde im Verlauf dieses Jahres deutlich ausgeweitet; dies spiegelt sich auch in einem kräftigen Rückgang der Arbeitslosenquote auf 5,2 vH im Oktober wider. Der Rückgang der Arbeitslosenquote um reichlich zwei Prozentpunkte im Vergleich zum



Schaubild 8 – 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.

entsprechenden Monat der Vorjahres ist allerdings zum Teil dadurch bedingt, daß bestimmte Gruppen von Arbeitslosen nicht mehr erfaßt wurden.<sup>10</sup>

Die Bank of England hat im Verlauf dieses Jahres die Leitzinsen mehrfach angehoben. Gleichwohl nahmen die Geldmengenaggregate unverändert stark zu und das Bruttoinlandsprodukt expandierte weiterhin in einem Tempo, das über der Zuwachsrate des Produktionspotentials lag. Von daher sind nach Einschätzung der Notenbank Gefahren für die mittelfristige Preisniveaustabilität gegeben (Bank of England 1997: 5). Deshalb hat sie Anfang November den Leitzins noch einmal um 0,25 Prozentpunkte auf nunmehr 7,25 % erhöht. Im Prognosezeitraum dürften die Leitzinsen erneut leicht angehoben werden, damit sich die Inflationsrate verringert. Insgesamt gehen von der Geldpolitik im kommenden Jahr dämpfende Wirkungen aus. Dafür spricht auch, daß die Zinsdifferenz, also der Abstand zwischen langfristigen und kurzfristigen Zinsen, inzwischen negativ geworden ist.

Die Finanzpolitik bleibt im Prognosezeitraum bei ihrem leicht restriktiven Kurs; das strukturelle Defizit wird weiter sinken. Trotz der neuen Programme zur Bekämpfung von Jugend- und Langzeitarbeitslosigkeit wird die Ausgabenquote insgesamt zurückgehen. Bei den Einnahmen macht sich neben der guten konjunkturellen Situation auch die einmalige Erhebung einer Steuer auf die Gewinne privatisierter Versorgungsunternehmen und die Streichung von Steuerergünstigungen für Pensionsfonds bemerkbar. Gleichzeitig werden durch die Senkung des Körperschaftsteuersatzes und den Wegfall der Körperschaftsvorauszahlungen die Investitionen angeregt.

Im kommenden Jahr wird sich das Aufschwungtempo deutlich verlangsamen; insbesondere wird sich infolge der hohen Bewertung des Pfund Sterling die Zunahme der Exporte zurückbilden (Tabelle 7). Auch die Inlandsnachfrage wird in geringerem Tempo als bisher ausgeweitet, da sowohl die Geld- als auch die Fiskalpolitik bremsen. Der private Konsum wird vor allem infolge des Anstiegs der Beschäftigung weiterhin deutlich anziehen; allerdings wird seine Expansion durch die gestiegenen Hypothekenzinsen und den Wegfall von einmaligen Privatisierungsgewinnen aus der Umwandlung von Bausparkassen in Kapitalgesellschaften begrenzt.<sup>11</sup> Bei den Investitionen wirken die höheren

---

<sup>10</sup> Im Oktober 1996 wurden im Vereinigten Königreich die Regeln für die Unterstützungszahlungen für Arbeitslose reformiert. Die bisherige Regelung – die in etwa mit dem deutschen Arbeitslosengeld vergleichbar war – wurde ersetzt durch ein System der Zuschüsse für Arbeitssuchende („Jobseeker's Allowance“ (JSA)). Als Arbeitslose werden nur noch diejenigen Personen registriert, die sich nach den Kriterien der JSA aktiv um eine Beschäftigung bemühen. Dadurch werden nach bisherigen Maßstäben Arbeitslose als Teil der Stillen Reserve gezählt. Ein Vergleich zwischen dem Verlauf der standardisierten Arbeitslosenquote der OECD und der gemäß JSA läßt darauf schließen, daß annähernd ein Prozentpunkt des Rückgangs der Arbeitslosenquote seit Oktober 1996 auf die Änderung der Statistik zurückgeführt werden kann (Bank of England 1997: 32).

<sup>11</sup> In den Jahren 1996 und 1997 haben viele Konsumenten im Vereinigten Königreich Sonderzahlungen – sogenannte „windfall gains“ – erhalten (1996: 3,5 Mrd. Pfund Sterling; 1997: 36 Mrd. Pfund Sterling). Der Großteil dieser Zahlungen stammt aus der Umwandlung von Bausparkassen, die in der Rechtsform einer Genossenschaft geführt wurden, in Aktiengesellschaften und dem anschließenden Verkauf der Anteile an der Börse.

Tabelle 7 – Eckdaten zur wirtschaftlichen Entwicklung im Vereinigten Königreich 1995–1998 – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (vH)

	1995	1996	1997 <sup>a</sup>	1998 <sup>a</sup>
Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>	2,7	2,3	3,5	2,2
Privater Verbrauch	1,7	3,5	4,5	4,0
Staatsverbrauch	1,3	2,4	0,5	1,0
Anlageinvestitionen	1,5	1,8	5,0	6,0
Ausrüstungen	5,1	2,2	7,0	7,5
Bauten	-1,3	1,5	3,0	4,5
Lagerinvestitionen <sup>c</sup>	0,7	0,6	0,6	0,1
Exporte	7,8	6,9	7,5	6,0
Importe	4,2	8,5	8,5	8,5
Inlandsnachfrage <sup>b</sup>	1,8	2,8	4,0	3,0
Verbraucherpreise	3,4	2,4	3,2	3,9
Arbeitslosenquote <sup>d</sup>	8,2	7,5	6,0	5,5
Leistungsbilanzsaldo <sup>e</sup>	-0,5	-0,1	0,0	-0,5
Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo <sup>e</sup>	-5,6	-4,7	-2,5	-1,0

<sup>a</sup> Prognose, teilweise gerundet. – <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 4.

Zinsen und die weniger günstigen Gewinnaussichten insbesondere in den exportorientierten Industriezweigen dämpfend. Insgesamt wird sich die Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts im kommenden Jahr auf reichlich 2 vH verringern.

Der Preisauftrieb gemessen am Preisindex inklusive der Hypothekenzinsen wird sich von etwas mehr als 3 vH (Vorjahresvergleich) im Jahresdurchschnitt im Jahr 1997 leicht auf knapp 4 vH in 1998 beschleunigen; auch ohne Berücksichtigung der Hypothekenzinsen wird der Preisanstieg mit etwa 3 vH nochmals etwas höher sein als in diesem Jahr.

### Ausblick: Aufschwung in den Industrieländern setzt sich fort

Der Produktionsanstieg in den Industrieländern hält im kommenden Jahr in wenig verändertem Tempo an. Durch die Abschwächung der Nachfrage in einigen Entwicklungs- und Schwellenländern – vor allem im asiatischen Raum –, die sich infolge der Währungsturbulenzen und der anschließend getroffenen

Die Aktien sind ein liquiderer Vermögenswert als die Genossenschaftsanteile und erlauben es deshalb den Haushalten, ihren Konsum auszuweiten. Zudem haben die Konsumenten vermutlich zuvor den Wert ihres Vermögens unterschätzt, da die Transparenz des Wertes der Genossenschaftsanteile geringer war. Untersuchungen zeigen, daß es aufgrund der „windfall gains“ einmalig zu 6 Mrd. Pfund Sterling zusätzlichen Konsumausgaben im Jahr 1997 kommt (Bank of England 1997: 20). Dies entspricht in etwa 0,8 vH in Relation zum Bruttoinlandsprodukt.

wirtschaftspolitischen Maßnahmen einstellt, wird der Aufschwung nur leicht gedämpft werden. Dieser Einschätzung liegt die Annahme zugrunde, daß die Währungskrisen weitgehend auf die Länder beschränkt bleiben, die bislang betroffen waren. Wir halten es für wenig wahrscheinlich, daß gleiche Probleme in einer großen Zahl weiterer Länder – in Lateinamerika oder in Mittel- und Osteuropa – auftreten, da die Bedingungen, die in den Problemländern zu dem massiven Vertrauensverlust ausländischer Investoren geführt haben (das Ende eines kreditfinanzierten Booms, massive Probleme im Bankensektor und eine ungünstige Finanzierungsstruktur der Auslandsschuld), in den anderen Ländern nicht vorliegen. Spürbare negative Wirkungen sind aufgrund der ausgeprägten wirtschaftlichen Verflechtung mit den Problemländern für Japan zu erwarten. In den Vereinigten Staaten und in Westeuropa ist das Gewicht der Nachfrage aus diesen Ländern nicht so bedeutend. Auch steht einem geringeren Zuwachs bei den Exporten entgegen, daß die Inlandsnachfrage in den Industrieländern tendenziell angeregt wird, da infolge der verbilligten Importe der Preisanstieg gedämpft wird und von daher in der Sicht der Notenbanken Zinsanhebungen weniger dringlich sind.

Bei insgesamt wenig verändertem Tempo der wirtschaftlichen Expansion bleiben die Unterschiede in der konjunkturellen Entwicklung der einzelnen Regionen deutlich. Der Anstieg der Produktion in den Vereinigten Staaten dürfte sich angesichts der absehbaren Wirtschaftspolitik noch etwas abflachen; eine merkliche Verringerung des Auslastungsgrades der Wirtschaft ist freilich weder durch die Geld- noch durch die Finanzpolitik angelegt. In Japan hält die Notenbank die Zinsen auf niedrigem Niveau, und die fiskalische Restriktion läßt spürbar nach; die Probleme im Bankensektor wirken jedoch weiterhin dämpfend, und die Anregungen von der Auslandsnachfrage werden geringer. Die konjunkturelle Belebung wird daher nur zögerlich sein, und die Kapazitätsauslastung wird noch nicht zunehmen. In Westeuropa hingegen festigt sich die Konjunktur trotz etwas nachlassender Impulse aus dem Ausland weiter; der Produktionsanstieg geht im kommenden Jahr deutlich über die Wachstumsrate des Produktionspotentials hinaus. Infolge des seit geraumer Zeit merklich expansiven Kurses der Notenbanken und einer weniger restriktiven Finanzpolitik gewinnt die Inlandsnachfrage an Fahrt. Eine spürbare Straffung der Geldpolitik im kommenden Jahr ist nicht wahrscheinlich. Damit erhöht sich freilich die Gefahr einer Inflationsbeschleunigung in der Zeit danach.

Alles in allem wird der Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts in den Industrieländern 1998 mit rund 2,5 vH ähnlich hoch ausfallen wie 1997 (Tabelle 8). Der Verbraucherpreisanstieg bleibt moderat. Die Produktion in der übrigen Welt nimmt abermals deutlich stärker zu als in den Industrieländern; die Weltwirtschaft expandiert insgesamt mit knapp 4 vH in wenig verändertem Tempo. Zwar ist die Konjunkturabschwächung in einigen Schwellenländern als Folge der Währungsturbulenzen deutlich; stützend wirkt aber, daß sich die Erholung in Mitteleuropa fortsetzt und die Produktion im Bereich der Gemeinschaft Unabhängiger Staaten (GUS) erstmals seit dem Zusammenbruch der Sowjetunion spürbar ausgeweitet wird. Das Volumen des Welthandels dürfte im kommenden Jahr um etwa 7 vH steigen, nach rund 8 vH im Jahr 1997.

Tabelle 8 – Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in den Industrieländern 1995–1998 – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (vH)

	Gewicht in vH <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
		1995	1996	1997 <sup>b</sup>	1998 <sup>b</sup>	1995	1996	1997 <sup>b</sup>	1998 <sup>b</sup>
Deutschland	10,8	1,9	1,4	2,3	2,8	1,9	1,5	1,8	2,2
Frankreich	7,0	2,1	1,5	2,3	3,0	1,8	2,0	1,3	2,0
Italien	5,6	2,9	0,7	1,2	2,4	5,4	3,9	1,8	2,5
Vereinigtes Königreich	5,3	2,7	2,3	3,5	2,2	3,4	2,4	3,2	3,9
Spanien	2,7	2,8	2,3	3,5	3,5	4,7	3,6	2,0	2,5
Niederlande	1,8	2,1	2,7	3,0	3,0	1,9	2,1	2,5	2,5
Belgien	1,2	2,1	1,5	2,5	3,0	1,5	2,1	2,0	2,5
Schweden	1,1	3,6	1,1	2,5	3,0	2,5	0,5	0,5	2,5
Österreich	1,0	1,8	1,0	1,5	2,5	2,2	1,9	1,0	2,0
Dänemark	0,8	2,7	2,7	3,0	3,0	2,1	2,1	2,0	2,5
Finnland	0,6	5,1	3,3	4,0	3,5	1,0	0,6	1,5	2,0
Griechenland	0,6	2,0	2,6	3,0	3,0	9,3	8,2	5,0	4,5
Portugal	0,5	1,8	3,0	3,5	3,5	4,1	3,2	2,0	2,5
Irland	0,3	10,8	7,7	7,0	6,5	2,6	1,8	1,5	2,5
Luxemburg	0,1	3,8	3,9	3,5	3,5	1,9	1,4	1,5	2,0
Europäische Union	39,4	2,4	1,7	2,5	2,8	2,9	2,3	1,9	2,5
Schweiz	1,3	0,8	-0,2	1,0	2,5	1,8	0,8	0,5	1,5
Norwegen	0,7	4,1	5,3	3,5	3,5	2,5	1,3	2,5	3,0
Westeuropa	41,4	2,4	1,7	2,5	2,8	2,9	2,3	1,9	2,5
Vereinigte Staaten	34,9	2,0	2,8	3,6	2,5	2,8	2,9	2,4	2,5
Japan	21,0	1,4	3,9	1,1	1,5	-0,1	0,1	1,7	0,7
Kanada	2,7	2,3	1,4	3,6	3,0	2,2	1,6	2,0	2,0
Länder insgesamt	100,0	2,1	2,5	2,6	2,4	2,2	2,1	2,0	2,1

<sup>a</sup> Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 1996. –  
<sup>b</sup> Prognose.

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

## Summary

### Industrial Countries: Upturn Continues Despite Asian Crisis

In 1997, the upswing in the industrial countries remained on track with GDP rising by 2.5 percent against the previous year. While slowing down gradually during the year, the increase in production continued to be significant. In the individual countries, however, economies took divergent directions: In Western Europe, the recovery gained momentum with domestic demand increasingly contributing to growth as a result of an extended period of monetary ease. In the United States, GDP grew at a rapid pace and capacity utilization rose further. At the same time, economic growth in Japan was dampened significantly by the switch of fiscal policy to a restrictive stance.

Against this background, inflation continued to be moderate with consumer prices rising by some 2 percent, the same rate as in the previous two years. Unemployment remained high in Western Europe despite the strengthening of the recovery; there have, however, been considerable improvements in a number of countries. In the United States, the unemployment rate declined further to 25-year lows. In contrast, the Japanese labor market worsened again. The differences in labor market developments across countries are partly due to divergent cyclical positions but mainly mirroring structural factors.

#### *Limited Effects of Turmoil on International Financial Markets on the Outlook for the Industrial Countries*

In the course of 1997, there has been a series of currency crises in so-called Emerging Markets, mainly in Asia but also in a few countries in Latin America and Central and Eastern Europe, following a sudden reversal of capital inflows due to mounting doubts of investors with respect to the soundness of economic developments in the countries concerned. In a number of economies, currencies devalued drastically, and some countries had to ask for help by the international community – led by the IMF – in order to secure liquidity.

In autumn, the turmoil spread from the Emerging Markets to stock markets in industrial countries aggravating concerns about the prospects of the world economy. While the risks for the upswing in industrial countries from declining share prices seem minimal – also in light of the experience after the 1987 stock market crash – there is some concern warranted with respect to faltering demand in countries that until recently contributed significantly to export growth in the industrial countries. Japan is particularly exposed because a relatively large share of GDP is exported to Asian countries, which have been most heavily affected. If, however, the currency crises spread further to a significant number of countries in Latin America or Central and Eastern Europe, the United States and Western Europe, respectively, would be affected similarly. The case for such a scenario is, however, rather weak because the financial system in Latin American countries as well as – with some qualifications – in Central and Eastern Europe is in better shape. Furthermore, compared to most Asian countries current account deficits are financed only to a small degree through short-term capital, so it seems justified to expect that the currency crises will largely be confined to those countries already affected.

#### *Outlook: Upswing in the Industrial Countries Continues*

The expansion in the industrial countries will continue in 1998 at a largely unchanged pace (2.5 percent). Depressed demand in some Emerging Market countries, mainly in Asia, as a result of policies to restore confidence into the economies will dampen the upturn only slightly; Japan, however, will be affected more severely. Another effect is that cheaper imports due to the massive devaluation in a number of Asian countries will contribute to subdued inflation. This will probably lead central banks to follow a more accommodative stance as could otherwise be expected, underpinning the growth of domestic demand.

In 1998, differences in the economic performance among the industrial countries remain significant. In the United States, economic growth will gradually decelerate further. However, a decline in capacity utilization is not likely because neither monetary nor fiscal policy is on a restrictive course. In Japan, the central bank will keep interest rates low, and fiscal restriction will fade. There are, however, dampening effects stemming from consolidation in the financial sector, and the stimulus from external demand will decline markedly. As a result, the recovery will be quite sluggish. In Western Europe, the upswing will strengthen further despite a slowdown of export growth, because domestic demand is stimulated by monetary policy. Inflation in costs and prices will remain low for some time. Against this background, a tightening of monetary policy in Western Europe in the course of next year is not likely. To the contrary, monetary policy will effectively be loosened somewhat further as after the decision on membership in the European Monetary Union interest rates will converge: Minor increases in low-interest rate countries will stand against considerable declines of interest rates in high-interest rate countries, the average money market rate will amount to somewhat less than 4%. This further relaxation of monetary policy after an already long period of low interest rates implies inflationary risks for the future. In 1999, the new European Central Bank will face a dilemma of having to tighten monetary policy considerably if it wants to establish the reputation of being concerned primarily with price level stability.

### Literaturverzeichnis

- Bank of England (1997). *Inflation Report*. November. London.
- The Economist* (1997). Asia's Economic Crisis. How Far is Down? 15–21. November: 19–23.
- Diehl, M., und R. Schweickert (1997). *Wechselkurspolitik im Aufholprozeß. Erfahrungen lateinamerikanischer, europäischer und asiatischer Länder*. Kieler Studien 286. Tübingen.
- Gern, K.-J., K.-W. Schatz, J. Scheide, M. Schlie und R. Solveen (1997). Kräftiger Aufschwung in den Industrieländern. *Die Weltwirtschaft* (3): 229–263.
- Langhammer, R. J., und R. Schweickert (1995). The Mexican Reform Process: Improving Long-run Perspectives and Mastering Short-Run Turbulences. Kieler Diskussionsbeiträge 255. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- OECD (1997 a). *Main Economic Indicators*. November. Paris.
- (1997 b). *Economic Outlook*. Juni. Paris.
- (1997 c). *Monthly Statistics of Foreign Trade*. Oktober. Paris.
- (1997 d). *Quarterly National Accounts*. Nr. 3. Paris.
- Sachs, J. D., A. Tornell und A. Velasco (1996). *Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995*. *Brookings Papers on Economic Activity* 1 (147): 215.
- Scheide, J., und R. Solveen (1997). Auf dem Weg zum Euro – Szenarien für Zinsen, Wechselkurse und Konjunktur. Kieler Diskussionsbeiträge 292. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- US. Department of Commerce (1997). *Survey of Current Business*. Washington D. C. September.