

Gern, Klaus-Jürgen et al.

**Article — Digitized Version**

## Geringe Dynamik der Weltwirtschaft

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 et al. (1999) : Geringe Dynamik der Weltwirtschaft, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 1, pp. 1-28

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/2260>

**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.*

# Geringe Dynamik der Weltwirtschaft

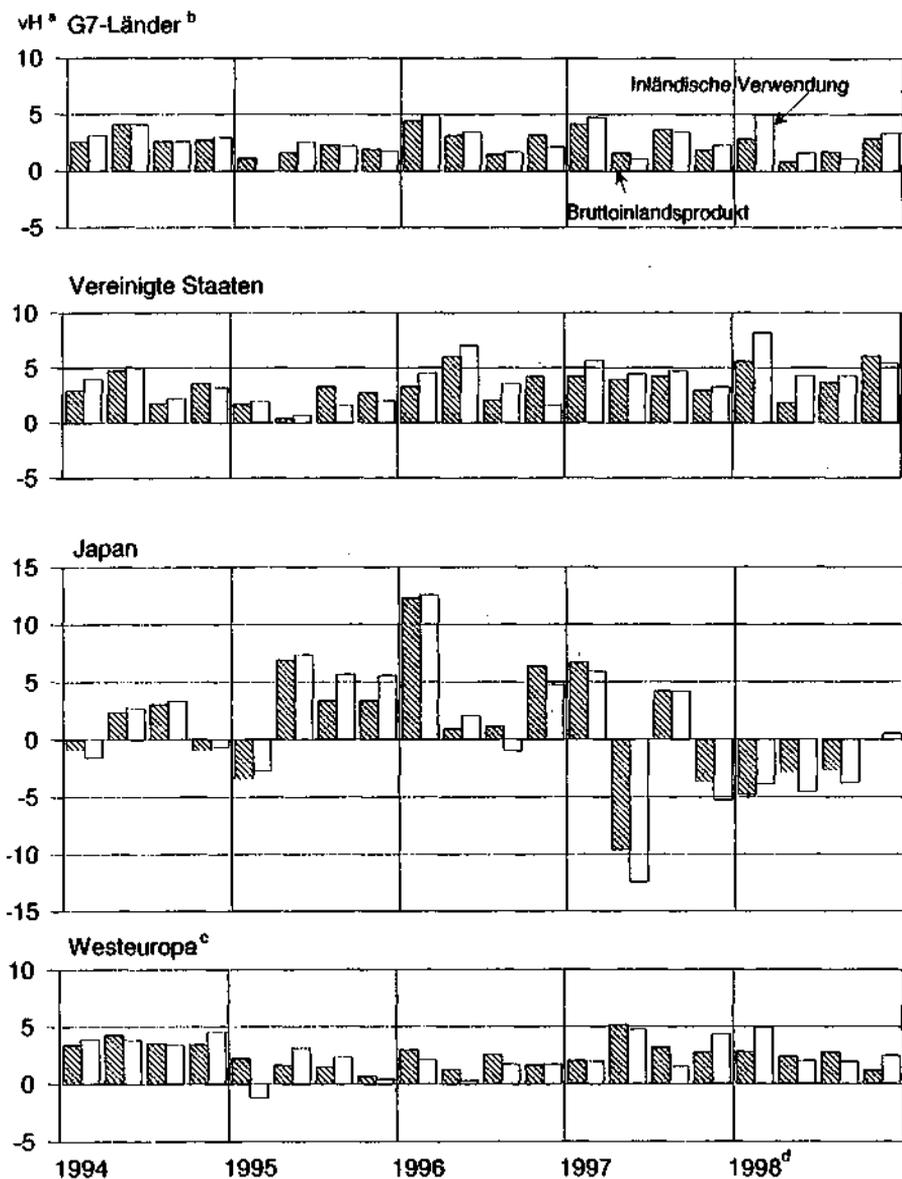
Von Klaus-Jürgen Gern, Jan Gottschalk, Christophe Kamps,  
Joachim Scheide, Markus Schlie und Hubert Strauß

## Markante Unterschiede in der wirtschaftlichen Entwicklung

Im vergangenen Jahr war die weltwirtschaftliche Entwicklung durch die Wirtschafts- und Währungskrisen in mehreren Ländern geprägt. So brach die Produktion nicht nur in Asien, sondern im Sommer auch in Rußland und schließlich in Brasilien ein. Die um sich greifende Schwäche in den Entwicklungs- und Schwellenländern dämpfte in zunehmendem Maß die wirtschaftliche Aktivität in den Industrieländern. Allerdings waren die Unterschiede in der Entwicklung ausgeprägt. Während in den Vereinigten Staaten der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts bis zuletzt sehr kräftig blieb (Schaubild 1), schwächte sich die konjunkturelle Expansion in Westeuropa zum Jahresende hin spürbar ab. In Japan vertiefte sich die Rezession weiter. Insgesamt erhöhte sich die gesamtwirtschaftliche Produktion in den Industrieländern 1998 um reichlich 2 vH; für die Weltwirtschaft war der Zuwachs ähnlich groß. Der Welthandel hat über weite Strecken des Jahres nahezu stagniert. Vor allem wegen des hohen Niveaus zu Jahresbeginn betrug die Zuwachsrate gegenüber dem Vorjahr etwa 3 vH.

Im Zuge der Abschwächung der Weltkonjunktur hat sich das Preisklima weiter entspannt. Der Verbraucherpreisanstieg ging allgemein spürbar zurück. In Westeuropa sank die Inflationsrate auf zuletzt weniger als 1 vH. In Japan war der Index der Verbraucherpreise in der Tendenz sogar rückläufig. Auch in einzelnen anderen Ländern, so in China, Hongkong und Singapur, wurden sinkende Preisniveaus verzeichnet. Aus dem Rückgang der Inflation wird vielfach die Befürchtung abgeleitet, die Weltwirtschaft sei als Folge massiver Überkapazitäten in eine Phase der Deflation eingetreten. Es gilt indes zu berücksichtigen, daß die Rohstoffpreise seit Ende 1997 erheblich nachgegeben haben; so ist der Ölpreis um 45 vH gesunken. Bei besserer Konjunktur ist mit wieder steigenden Notierungen auf den Rohstoffmärkten zu rechnen. Maßgeblich für die Entwicklung der Verbraucherpreise ist auf mittlere Sicht die Ausrichtung der Geldpolitik. Von dieser Seite ist – jedenfalls für die Weltwirtschaft insgesamt – die Gefahr einer Deflation derzeit nicht gegeben. Dies schließt nicht aus, daß einzelne Preise sinken. In einem Umfeld dauerhaft niedriger Inflationsraten gehen notwendige Anpassungen relativer Preise naturgemäß eher mit Preissenkungen auf einzelnen Märkten einher als bei höheren Raten der Geldentwertung, wie sie beispielsweise in den siebziger Jahren in den Industrieländern üblich waren. Die Realisierung der Wohlfahrtsgewinne, die von niedriger Inflation erwartet werden können (Scheide 1998: 4 f.), stellt allerdings erhöhte Anforderungen an die Flexibilität insbesondere auf dem Arbeitsmarkt.

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> 4. Quartal teilweise geschätzt.

## Risiko für die Weltwirtschaft: Abruptes Ende des Aufschwungs in den Vereinigten Staaten

Vor dem Hintergrund zahlreicher Krisenherde in den „emerging markets“, der Rezession in Japan und einer deutlichen konjunkturellen Abkühlung in Westeuropa hängt die Beurteilung der weltwirtschaftlichen Perspektiven zu Beginn des Jahres 1999 besonders von der künftigen Entwicklung in den Vereinigten Staaten ab. Anders als in nahezu sämtlichen Industrieländern setzte sich dort der nun bereits acht Jahre dauernde Aufschwung bis zuletzt in hohem Tempo fort.

Angesichts eines angespannten Arbeitsmarktes, einer boomenden Konsumnachfrage bei zwischenzeitlich negativer Sparquote der privaten Haushalte, steigender Defizite in der Leistungsbilanz, immer neuer Kursrekorde an den Aktienmärkten sowie kräftig expandierender Geldmengen wird verschiedentlich die Befürchtung geäußert, die amerikanische Volkswirtschaft befinde sich in einer Phase spekulativer Übertreibungen, die schon bald in eine Rezession münden werde (Godley 1999). Eine solche würde mit großer Wahrscheinlichkeit eine scharfe Rezession in der Weltwirtschaft insgesamt auslösen. Die Optimisten halten diesem Szenario entgegen, in den Vereinigten Staaten sei durch die massive Ausweitung und qualitative Verbesserung des Kapitalstocks, insbesondere im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologien, die Grundlage für eine dauerhaft höhere Zunahme sowohl der gesamtwirtschaftlichen Produktion als auch der Produktivität gelegt worden (Hale 1999).

Das Risiko eines scharfen Einbruchs der Konjunktur in den Vereinigten Staaten besteht insbesondere für den Fall, daß es zu einem ausgeprägten und nachhaltigen Kursrückgang auf dem Aktienmarkt kommt. In der Folge würde sich das Nettovermögen der privaten Haushalte verringern, das zu einem größeren Teil als in anderen Ländern aus Aktien besteht.<sup>1</sup> Die Vermögenszuwächse aus den markanten Kursgewinnen der vergangenen vier Jahre haben den Konsum außerordentlich kräftig stimuliert; dies belegt der Rückgang der statistisch gemessenen Sparquote der privaten Haushalte von 4 auf 0 vH des verfügbaren Einkommens. Sie würde wieder steigen, wenn es zu einem nachhaltigen Vermögensrückgang käme.<sup>2</sup> Gleichzeitig würde wohl der seit 1994 andauernde Boom bei den Ausstattungsinvestitionen enden, der sich aufgrund einer verbilligten Eigenkapitalfinanzierung auch aus den Kursanstiegen speiste. Im Ergebnis würde das Bruttoinlandsprodukt sinken, die Erwerbstätigkeit ginge zurück. Wegen der Produktions- und Einkommensausfälle könnten viele Wirtschaftssubjekte ihre zuvor rasch ausgeweiteten Kredite nicht mehr bedienen, im schlimmsten Fall käme es sogar

<sup>1</sup> Der Aktienanteil am Nettofinanzvermögen der privaten Haushalte belief sich im Jahr 1997 auf 33,6 vH in den Vereinigten Staaten, auf 26,1 vH im Vereinigten Königreich und auf 9 vH in Deutschland; bezogen auf das privat verfügbare Einkommen erreichte das Aktienvermögen 162,6, 87,9 bzw. 18,8 vH (Boone et al. 1998: 19).

<sup>2</sup> Boone et al. (1998: 23) ermitteln in einer Simulationsrechnung, daß bei einem Kursrückgang um 20 vH der private Verbrauch im ersten Jahr um 1,2 vH und im zweiten Jahr um 1,1 vH unter seinem Wert im Basisszenario bliebe. Damit zeigen die Vereinigten Staaten unter allen Volkswirtschaften der G7-Länder die heftigste konjunkturelle Reaktion auf einen hypothetischen Börsencrash.

zur Insolvenz von Kreditinstituten und zu Zurückhaltung bei der Vergabe neuer Kredite. Das Beispiel Japan zeigt, daß die Folgen des Platzens einer „bubble“ die Konjunktur erheblich und über einen langen Zeitraum belasten können.

Die Schärfe einer Kurskorrektur am Aktienmarkt und vor allem ihre Nachhaltigkeit hängen davon ab, in welchem Ausmaß Übersteigerungen vorliegen. Außerdem ist für die Verschlechterung der makroökonomischen Lage bestimmend, ob auch auf anderen Partialmärkten, insbesondere auf dem Immobilienmarkt und auf dem Markt für Anleihen, spekulative Übertreibungen vorliegen. Wichtig ist darüber hinaus, ob der Rückgang der Vermögenswerte mit einer deutlichen Straffung der Geldpolitik verbunden ist, mit der einer allgemeinen Beschleunigung des Preisauftriebs entgegengewirkt werden soll.<sup>3</sup>

In den Vereinigten Staaten hat sich das Preisklima weiter beruhigt. Maßgeblich hierfür waren indes Sondereffekte: So sanken die Einfuhrpreise im Verlauf von 1998 um 6,1 vH (ohne Mineralölzeugnisse: 3,1 vH). Die Kerninflation der Verbraucherpreise liegt seit zwei Jahren beinahe unverändert bei knapp 2,5 vH. Auf eine leichte Verstärkung des Preisauftriebs in der Zukunft deutet hin, daß sich die Expansion der Geldmengenaggregate M2 und M3 in den vergangenen beiden Jahren beschleunigte; das von der Fed anvisierte Tempo wurde dabei übertroffen. Auch lag der Anstieg der Reallöhne im Durchschnitt des vergangenen Jahres leicht – um 0,4 Prozentpunkte – über dem der gesamtwirtschaftlichen Produktivität. Dies ist aber vor dem Hintergrund der niedrigen Arbeitslosenquote als sehr moderat einzustufen. Alles in allem dürften angesichts der hohen Kapazitätsauslastung und des wieder anziehenden Preisauftriebs Zinserhöhungen in naher Zukunft wahrscheinlicher sein als Zinssenkungen; eine scharfe Kurskorrektur der Geldpolitik ist jedoch nicht zu erwarten.

Die Frage, ob es bei den Vermögenswerten zu starken Preisanstiegen gekommen ist, läßt sich für den Immobilienmarkt – anders als 1990 in Japan – eindeutig verneinen. Die Eigenheimpreise sind zuletzt lediglich in vier von zwölf Distrikten nennenswert gestiegen, wobei der Preisauftrieb als „leicht bis moderat“ qualifiziert wird (Federal Reserve Board 1999); der nationale Preisindex für verkaufte neue Einfamilienhäuser entwickelt sich seit 1995 etwa im Gleichschritt mit der Kernrate der Inflation, im vergangenen Jahr legte er um 2,4 vH zu. Auch die Wohnungsmieten wurden nicht wesentlich stärker erhöht.<sup>4</sup> Die Büromieten ziehen lediglich vereinzelt merklich an. Offenbar sorgt die ausgesprochen rege Bautätigkeit dafür, daß das Angebot mit der Nachfrage Schritt halten kann. Die Entwicklung der Immobilienpreise deutet nicht auf eine spekulative Blase hin.

Auf dem Markt für Unternehmensanleihen ist es im Herbst 1998 zu einer wichtigen Korrektur der Risikoeinschätzungen gekommen, die die Gefahr einer übersteigerten Kreditvergabe infolge einer Unterschätzung des privatwirtschaftlichen Risikos spürbar verringert haben dürfte. Eine solche Unterschätzung käme

<sup>3</sup> Sowohl in Japan als auch im Vereinigten Königreich, in Schweden und in Finnland, wo es zu Beginn der neunziger Jahre zu scharfen Rückgängen zuvor stark gestiegener Vermögenswerte – und in der Folge zu tiefen Rezessionen – kam, ging dem Platzen der „bubble“ eine deutliche Erhöhung der Notenbankzinsen voraus.

<sup>4</sup> Der Index der Wohnungsmieten steigt seit geraumer Zeit mit einer Rate von 3 vH.

in einem sehr geringen Renditeaufschlag auf private Anleihen gegenüber Staats-schuldtiteln zum Ausdruck. Die Renditeunterschiede zwischen Unternehmensanleihen erstklassiger Schuldner und 30jährigen Bundesanleihen sind gestiegen und liegen derzeit mit etwa 1,4 Prozentpunkten sogar über dem Durchschnitt der vergangenen fünf Jahre (rund 1 Prozentpunkt). Auch innerhalb der Gruppe der Unternehmensanleihen haben sich die Spreads zwischen Schuldnern unterschiedlicher Bonität erhöht<sup>5</sup>, nachdem sie zuvor ungewöhnlich niedrig gewesen waren. Trotz des höheren Risikobewußtseins expandiert die Kreditvergabe lebhaft, eine Kreditklemme droht – anders als im vergangenen Herbst vielfach befürchtet – nicht.

Im Zentrum der Diskussion über eine spekulative Blase steht indes der Aktienmarkt. Der IWF (1998: 48 f.) kommt zu dem Urteil, daß die Gewinnzuwachserwartungen, die das Aktienkursniveau – gemessen am S&P 500 Index – „rechtfertigen“ würden, hoch liegen. Ausgehend von der theoretischen Identität von gegenwärtigem Aktienkursniveau und dem Barwert aller erwarteten zukünftigen Gewinne des Unternehmenssektors liegt der durchschnittlich notwendige Ertragszuwachs (nominal) bei 7,5 vH pro Jahr.<sup>6</sup> Ähnlich hohe Gewinnerwartungen herrschten auch während des größten Teils der achtziger Jahre vor, in den neunziger Jahren lagen sie zumeist niedriger; auch haben sie sich seit Ende 1997 nicht weiter erhöht, denn die Kursgewinne im vergangenen Jahr spiegeln im wesentlichen den kräftigen Rückgang der langfristigen Zinsen wider. Dennoch liegen die impliziten Gewinnerwartungen im historischen Vergleich hoch, zumal die Unternehmensgewinne nach Steuern im Durchschnitt des vergangenen Jahres leicht gesunken sind. Im übrigen sind seit der IWF-Analyse nicht nur die Aktienkurse, sondern auch die langfristigen Zinsen gestiegen. Alles in allem erscheinen die Aktien derzeit tatsächlich überbewertet.<sup>7</sup> Da die Fed ihren expansiven geldpolitischen Kurs jedoch allenfalls behutsam straffen dürfte und auch bei den langfristigen Zinsen ein scharfer Anstieg (z.B. infolge einer unerwartet schnellen Umkehrung des „safe haven“-Effekts) unwahrscheinlich erscheint, muß es nicht zu einer abrupten Korrektur des Aktienkursniveaus kommen. Insgesamt spricht also wenig dafür, daß sich die Wirtschaft der Vereinigten Staaten in einer spekulativen Blase befindet, wenngleich eine Kurskorrektur am Aktienmarkt nicht ausgeschlossen werden kann.

<sup>5</sup> So mußten Emittenten von Bonds mit einem Baa-Rating Ende vergangenen Jahres eine um rund 0,8 Prozentpunkte höhere Rendite gewähren als Emittenten von Aaa-Bonds. Der langjährige Durchschnitt dieser Spanne (1984 bis 1998) liegt bei 0,95, in den vergangenen fünf Jahren war er aber auf durchschnittlich 0,64 gefallen (Dueker 1998: 1).

<sup>6</sup> Grundlage der Berechnung sind der S&P 500 Indexstand (etwa 1 200 Punkte) sowie die Rendite auf 30jährige Staatsanleihen (rund 5,3%) vom 27. November 1998; der Risikoaufschlag auf Aktienanlagen wird mit 6 Prozentpunkten veranschlagt.

<sup>7</sup> Zu einer noch skeptischeren Einschätzung des gegenwärtigen Aktienkursniveaus gelangt man, wenn man die Vermutung ablehnt, daß die Inflationserwartungen in den letzten Jahren dauerhaft gesunken sind. In einer Alternativrechnung zeigt der IWF, daß die implizit erwarteten Gewinnzuwächse derzeit weit über der Rendite auf Anleihen liegen. Die von den Inflationserwartungen unabhängige Differenz aus diesen beiden Größen erreicht Ende 1998 mit reichlich 2 Prozentpunkten ein Allzeithoch.

Ferner folgt aus den hohen Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts in den Jahren 1996 bis 1998 nicht eindeutig, daß sich die amerikanische Wirtschaft in einem Superboom befindet, die Überauslastung des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotentials also ungewöhnlich groß sei. Wäre dies der Fall, käme es demnächst zu höherer Inflation, die die Fed zu einer drastischen Zinserhöhung zwänge. Tatsächlich dürfte das Potentialwachstum jedoch höher sein als vielfach geschätzt. Eine Trendbereinigung zeigt, daß beispielsweise für 1998 und 1999 der trendmäßige Anstieg des Bruttoinlandsprodukts jeweils 2,9 vH beträgt.<sup>8</sup> Legt man diese Berechnung zugrunde, ist die Überschreitung der Normalauslastung nicht so groß wie 1979 und 1990, den Höhepunkten früherer Zyklen. Für diese Einschätzung spricht, daß sich anders als in den Referenzperioden die Inflation derzeit nicht beschleunigt.

Schließlich sollte das Risiko, das aus der niedrigen Sparquote der privaten Haushalte resultiert, nicht überbewertet werden. Zwar steigt deren Verschuldung in Relation zum verfügbaren Einkommen seit 1984 um durchschnittlich 2 Prozentpunkte pro Jahr und hat 1998 mit 81 vH einen neuen Höchststand erreicht. Doch sank die Sparquote im Vergleich dazu mit rund 0,4 Prozentpunkten pro Jahr eher moderat. Dies liegt zum einen daran, daß neue Kredite zum Erwerb von Vermögensaktiva (z.B. Immobilien) genutzt werden<sup>9</sup>, die erst allmählich zu Konsum führen (z.B. in Form von unterstellten Mieten für selbstgenutzte Immobilien), zum anderen daran, daß die Vermögenszuwächse, aus denen ein Teil des Konsums der vergangenen Jahre finanziert wurde, wohl mehrheitlich fundamental gerechtfertigt waren. Des weiteren wird die Sicht durch die Beschränkung auf die Ersparnis der privaten Haushalte unzulässig verengt (Levy 1999). So haben seit 1990 das Sparen der Unternehmen (in Form thesaurierter Gewinne) und seit 1993 auch das Sparen des Staates (durch die Rückführung der Budgetdefizite und die Erzielung von Budgetüberschüssen) kräftig zugenommen. Die gesamtwirtschaftliche Bruttosparquote, die zusätzlich den volkswirtschaftlichen Kapitalverzehr enthält, hat sich im Verlauf des langen Aufschwungs in den neunziger Jahren von 14,5 vH (1992) auf etwa 17,5 vH (1998) erhöht und liegt derzeit um rund 1,5 Prozentpunkte unter der gesamtwirtschaftlichen Bruttoinvestitionsquote. Von daher scheint die Gefahr, daß es zu einer Verschuldungskrise kommt, gering.

Zusammenfassend läßt sich feststellen, daß in den Vereinigten Staaten spekulative Übertreibungen bei den Vermögenswerten insgesamt nicht vorliegen. Allenfalls gibt es Indizien für eine gewisse Überbewertung bei den Aktien. Ein Rückgang der Aktienpreise – dies belegt die Entwicklung nach dem Herbst 1987 – mündet aber nicht notwendig in eine Rezession, zumal ein markanter geldpolitischer Kursschwenk in Richtung Restriktion nicht zu erwarten ist.

<sup>8</sup> Vorsichtige Schätzungen legen meist eine Rate von 2,3 vH für die neunziger Jahre zugrunde, die sich zuletzt allenfalls geringfügig erhöht habe (CBO 1997: 12). In unserer Berechnung mit dem Hodrick-Prescott-Filter (100) unterstellen wir Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts von 3,3, 2,0, 2,5 und 2,5 vH in den Jahren 1999 bis 2002. Alternativ würde eine Schätzung mit einem log-linearen deterministischen Trend für den Zeitraum von 1974 bis 1998 ein Trendwachstum von 2,7 vH ermitteln.

<sup>9</sup> So stieg die Hauseigentümerquote in der Bevölkerung von 64 vH auf zuletzt 67 vH.

## Vereinigte Staaten: Vor einer weichen Landung

In den Vereinigten Staaten expandierte die gesamtwirtschaftliche Produktion im Jahr 1998 um 3,9 vH und damit genauso kräftig wie 1997. Anders als damals wurde der Aufschwung im vergangenen Jahr wesentlich vom privaten Verbrauch getragen, der um knapp 5 vH zulegte; auch die Anlageinvestitionen stiegen mit nahezu 10 vH nochmals schneller als 1997. Dagegen übertrafen die Exporte infolge der Krisen in Asien, Rußland und Brasilien ihr Niveau vom Vorjahr nur knapp.

Das konjunkturelle Fahrttempo hat sich zum Jahresende 1998 nochmals beschleunigt. Wesentlich hierzu beigetragen haben die aufgrund des schnelleren Stellenaufbaus kräftig expandierenden verfügbaren Einkommen sowie die weiter rückläufige Sparneigung der privaten Haushalte. Rasch steigende verfügbare Einkommen, beträchtliche Vermögenszuwächse sowie das außerordentlich niedrige Niveau der langfristigen Zinsen haben der Bauwirtschaft und dem Ausstattungsgewerbe einen regelrechten Boom beschert. Bei sehr reger Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern hat sich die Stimmung im Verarbeitenden Gewerbe, wo zuletzt kaum noch Personal entlassen wurde, merklich aufgehellt. Maßgeblich hierzu beigetragen hat auch eine unerwartet kräftige Erholung der Warenausfuhr. Erstmals seit zwei Jahren war der rechnerische Beitrag der Nettoexporte zum Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts im vierten Quartal positiv. Obwohl die gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten überdurchschnittlich ausgelastet sind und die Arbeitslosenquote seit Dezember auf dem historischen Tiefstand von 4,3 vH verharrt, steigen die Verbraucherpreise weiterhin nur moderat, im Januar lagen sie um 1,7 vH über ihrem Niveau im gleichen Monat des Vorjahres. Auch die Kernrate der Inflation liegt mit rund 2,5 vH nur geringfügig über ihrem Wert im Vorjahr. Maßgeblich dazu beigetragen haben die raschen Produktivitätszuwächse bei weitgehend unverändertem Lohnanstieg; die Lohnstückkosten blieben in etwa konstant.

Die Geldpolitik ist seit der Rücknahme der Federal Funds Rate um insgesamt 75 Basispunkte auf 4,75 % im vergangenen Herbst expansiv ausgerichtet. Darauf deutet das beschleunigte Wachstum der Geldmengenaggregate M2 und M3 hin. Mittlerweile dürfte sich nach unserem Urteil ein gewisses Inflationspotential aufgebaut haben, das allerdings wegen des starken Dollar, des dramatischen Verfalls der Rohstoffpreise sowie des im Zuge der Asienkrise stark erhöhten Importsubstitutionswettbewerbs nicht zum Tragen gekommen ist. Da diese Sondereffekte allmählich auslaufen werden, dürften die Importpreise wieder und die Erzeugerpreise rascher steigen, und auch der Auftrieb bei den Verbraucherpreisen wird sich leicht beschleunigen. Daher erwarten wir, daß die Notenbank die Zinsen im Verlauf dieses Jahres moderat anheben wird. Alles in allem wird die Geldpolitik von ihrem derzeit expansiven allmählich auf einen neutralen Kurs einschwenken. Die Finanzpolitik hält an ihrer mittelfristigen Orientierung fest und wird die Konjunktur in diesem und im nächsten Jahr weder anregen noch dämpfen.

Im Prognosezeitraum wird das Expansionstempo der gesamtwirtschaftlichen Aktivität zunächst hoch bleiben. Darauf deuten neben der insgesamt anregenden Wirtschaftspolitik die verbesserte Auftragslage in der Industrie, die rasch zunehmenden Hausbaubeginne sowie das unverändert hohe Verbrauchervertrauen hin.

Es ist jedoch wahrscheinlich, daß es zu einer leichten Erhöhung der derzeit extrem geringen Sparquote der privaten Haushalte kommt. In der Folge werden die Konsumausgaben deutlich langsamer steigen als 1998. Auch die Ausrüstungsinvestitionen werden im Prognosezeitraum eine ruhigere Gangart einschlagen. So sind die Unternehmensgewinne im vergangenen Jahr leicht gesunken, was die Finanzierung aus Eigenmitteln erschwert. Der Boom im Wohnungsbau dürfte sich wegen der niedrigen Hypothekenzinsen und der hohen Auftragsreserven in der Bauwirtschaft noch im gesamten Jahr 1999 fortsetzen. Insgesamt deutet die binnenwirtschaftliche Situation auf eine Verlangsamung des Expansionstempos hin. Von der Auslandsnachfrage gehen in diesem Jahr nur geringe Impulse aus, mit der Überwindung der Krisen in Asien und Lateinamerika und mit der Stabilisierung des Aufschwungs in Europa werden im nächsten Jahr die Ausfuhr schneller steigen und der reale Außenbeitrag leicht zunehmen.

Die gesamtwirtschaftliche Produktion wird um die Jahrtausendwende vorübergehend langsamer ausgeweitet werden als das Produktionspotential. Alles in allem rechnen wir mit einer Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts um 3,3 vH in diesem und um 2 vH im kommenden Jahr. Infolge der konjunkturellen Beruhigung und bei weiter wachsendem Arbeitsangebot wird die Arbeitslosenquote leicht steigen; im Jahr 1999 wird sie im Durchschnitt reichlich 4,5 vH und im Jahr 2000 reichlich 5 vH betragen. Die Verbraucherpreise werden mit 2 vH in diesem und 2,6 vH im nächsten Jahr schneller anziehen als 1998 (1,6 vH).

### **Lateinamerika in der Rezession**

Nachdem die gesamtwirtschaftliche Produktion in den lateinamerikanischen Volkswirtschaften im Durchschnitt des Jahres 1997 mit 5,5 vH kräftig gestiegen war (Tabelle 1), hat sich das Expansionstempo im Verlauf des Jahres 1998 drastisch verlangsamt. Die lateinamerikanischen Währungen gerieten im Spätsommer unter Abwertungsdruck.<sup>10</sup> Um Kapitalabflüssen entgegenzuwirken, hoben die Zentralbanken die kurzfristigen Zinssätze massiv an. Dies führte zu einer Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen der Unternehmen und zu einem Einbruch der Investitionen. Davon waren insbesondere Brasilien und Kolumbien betroffen, deren Wirtschaftsleistung im vierten Quartal 1998 deutlich abnahm. Sinkende Notierungen an den Rohstoffmärkten – insbesondere an den internationalen Märkten für NE-Metalle – ließen das Expansionstempo in den rohstoff-exportierenden Ländern Chile und Peru beträchtlich zurückgehen. In Venezuela setzte aufgrund des Ölpreisverfalls 1998 eine Rezession ein. Allein Argentinien und Mexiko konnten noch kräftige Produktionszuwächse verzeichnen. In Argentinien erlaubte die Stabilität des Currency Boards die Beibehaltung niedriger Zinsen, so daß eine starke Verschlechterung des Investitionsklimas ausblieb. Mexiko profitierte von der weiterhin robusten Konjunktur in den Vereinigten Staaten, seinem mit Abstand wichtigsten Handelspartner.

---

<sup>10</sup> Betroffen waren sowohl Länder mit festen, aber anpassungsfähigen Wechselkursen wie Brasilien, Chile und Kolumbien als auch Mexiko mit seinem flexiblen Wechselkurs. Dagegen blieb das argentinische Currency Board weitestgehend von spekulativen Attacken verschont.

Tabella 1: Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo in lateinamerikanischen Ländern 1997–2000

	Gewicht in vH <sup>a</sup>	Reales Bruttoinlandsprodukt <sup>b</sup>				Verbraucherpreise <sup>b</sup>				Finanzierungssaldo des Staates <sup>c</sup>			
		1997	1998 <sup>d</sup>	1999 <sup>e</sup>	2000 <sup>e</sup>	1997	1998 <sup>d</sup>	1999 <sup>e</sup>	2000 <sup>e</sup>	1997	1998 <sup>d</sup>	1999 <sup>e</sup>	2000 <sup>e</sup>
Argentinien	11,9	8,6	4,2	-2,0	3,0	0,5	0,9	0,0	1,0	-1,4	-1,1	-1,5	-1,0
Brasilien	36,6	3,7	0,2	-5,0	2,0	6,9	3,2	20,0	8,0	-6,1	-7,6	-7,0	-4,0
Chile	6,1	7,1	3,7	1,5	4,0	6,1	5,1	4,5	4,0	1,0	0,6	0,0	0,5
Kolumbien	9,2	3,1	0,2	-2,0	2,0	18,5	16,7	18,0	15,0	-4,5	-4,4	-4,0	-3,0
Mexiko	26,0	7,0	4,8	2,0	3,5	20,6	15,9	16,0	13,0	-1,4	-1,2	-2,5	-1,5
Peru	3,8	7,2	0,9	1,5	3,5	8,6	6,0	7,0	6,0	-0,2	-0,2	-2,0	-1,0
Venezuela	6,5	5,1	-0,7	-2,0	0,0	50,0	35,8	40,0	35,0	0,2	-4,8	-5,5	-4,0
Insgesamt	100,0	5,5	2,1	-1,7	2,6	13,6	9,8	16,3	10,6	-3,1	-3,9	-4,2	-2,5

<sup>a</sup> Gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 1996 nach Kaufkraftparitäten. – <sup>b</sup> Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in vH. – <sup>c</sup> In vH des Bruttoinlandsprodukts. – <sup>d</sup> Teilweise geschätzt. – <sup>e</sup> Prognose.

Quelle: IWF (1999), OECD (1998a), nationale Quellen, eigene Schätzungen und Prognosen.

Der Beginn des Jahres 1999 war maßgeblich durch die starke Abwertung des brasilianischen Real geprägt. Angesichts kontinuierlicher Kapitalabflüsse sah die brasilianische Zentralbank sich gezwungen, die Bindung des Real an den Dollar aufzuheben und den Wechselkurs freizugeben. Um einem möglichen weiteren Kursverlust des Real und einer drastischen Inflationsbeschleunigung vorzubeugen, wurden die Leitzinsen deutlich heraufgesetzt. Gleichzeitig ist die brasilianische Regierung bestrebt, das hohe Finanzierungsdefizit des Staates zurückzuführen. Angesichts der restriktiven Wirtschaftspolitik wird die brasilianische Wirtschaft 1999 trotz der durch die Abwertung verbesserten internationalen Wettbewerbsfähigkeit stark schrumpfen. Auch Argentinien wird aufgrund der engen Handelsbeziehungen mit Brasilien in eine Rezession geraten. In anderen Ländern wirken weiterhin niedrige Rohstoffpreise dämpfend. Insgesamt wird die Wirtschaftsleistung in Lateinamerika zurückgehen. Gleichzeitig erwarten wir für 1999 eine abwertungsbedingte Beschleunigung der Inflation in Brasilien. Für Lateinamerika rechnen wir mit einem Preisniveauanstieg um 16 vH.

Die Perspektiven für eine rasche Erholung in Lateinamerika hängen entscheidend von den Konsolidierungserfolgen in Brasilien ab. Das hohe Defizit im Staatshaushalt (Tabelle 1) hat wesentlich zum Verlust des Vertrauens in die brasilianische Währung beigetragen. Für die Prognose ist unterstellt, daß die fiskalische Konsolidierung in Angriff genommen wird, so daß die Kapitalabflüsse aus der Region zum Stillstand kommen und deutliche Zinssenkungen möglich werden. Bei gleichzeitig steigenden Rohstoffnotierungen ist dann für das Jahr 2000 wieder eine Zunahme der Wirtschaftsleistung in Lateinamerika zu erwarten, wenngleich eine schwächere als Mitte der neunziger Jahre.

### **Japan: Allmählich Licht am Ende des Tunnels**

Die gesamtwirtschaftliche Produktion in Japan ist im vergangenen Jahr mit einer Rate von 2,8 vH außerordentlich stark gesunken. Dabei hat die Rezession ihren Tiefpunkt wohl noch nicht durchschritten. Zwar deuteten im Herbst einzelne Indikatoren auf eine Stabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung. So verringerte sich die Industrieproduktion nicht weiter, der Anstieg der Arbeitslosigkeit schwächte sich ab, und das Bruttoinlandsprodukt ging wohl im vierten Quartal erstmals seit dem dritten Vierteljahr 1997 nicht mehr zurück. Hierzu trug auch eine Belebung des privaten Verbrauchs bei, diese erwies sich jedoch als kurzlebig. Die privaten Investitionen blieben ohnehin abwärtsgerichtet. Hinzu kam, daß die Exporte nach der ausgeprägten Aufwertung des Yen vom Oktober 1998 deutlich zur Schwäche neigten. Impulse gingen hauptsächlich von der Nachfrage des Staates aus.

Zur Anregung der Konjunktur hat die Regierung im vergangenen Herbst ein weiteres Stimulierungsprogramm beschlossen, das eine Vielzahl von Einzelmaßnahmen umfaßt. Es enthält zusätzliche Ausgaben, insbesondere für öffentliche Investitionen, und die Finanzierungsbedingungen für kleine und mittlere Unternehmen sollen durch staatliche Bürgschaften und Kreditprogramme verbessert werden. Nicht zuletzt wird es Senkungen bei der Einkommensteuer und bei der Körperschaftsteuer geben. Insgesamt veranschlagen wir den konjunkturellen Im-

puls durch das Paket auf 1,5 bis 2 vH des Bruttoinlandsprodukts. Durch diese Finanzpolitik und die konjunkturell bedingten Steuerausfälle wird sich das gesamtstaatliche Finanzierungsdefizit von 6 vH im Jahr 1998 auf 8,5 vH im laufenden Jahr erhöhen. Über eine längere Frist wird sich diese expansive Politik angesichts der rasch steigenden Staatsverschuldung aber nicht durchhalten lassen. Wir erwarten bereits für den Verlauf des kommenden Jahres einen merklichen Rückgang der öffentlichen Ausgaben.

Durch den Einbruch der Konjunktur im vergangenen Jahr wurde die Krise im Finanzsektor wesentlich verstärkt. Infolge des zunehmenden Drucks zur Korrektur von Schiefagen in den Bilanzen verringerten die Banken das Kreditvolumen; die Finanzierungsbedingungen verschlechterten sich insbesondere für kleinere und mittlere Unternehmen drastisch. Auch infolge einer wenig überzeugenden Reaktion der Politik erhöhte die Bankenkrise die Unsicherheit über den Fortgang der wirtschaftlichen Entwicklung massiv.

Eine Bereinigung der Probleme im Bankensystem erscheint als notwendige Bedingung für das Einsetzen eines nachhaltigen konjunkturellen Aufschwungs. Die Umsetzung des Sanierungsplans für den Finanzsektor, der im vergangenen Herbst im Parlament beschlossen worden war (Gern et al. 1998a: 359), kommt unterdessen zügig voran. Die neue unabhängige Finanzaufsichtsbehörde „Financial Supervisory Agency“ (FSA) hat nicht nur mit der Verstaatlichung zweier großer Banken und der Förderung von Fusionen zur institutionellen Neuformierung beigetragen. Sie hat zudem die Transparenz in einem für japanische Verhältnisse ungewöhnlichen Maß erhöht, indem sie die Ergebnisse einer Bestandsaufnahme zur Qualität der Aktiva der einzelnen Banken veröffentlichte. Gleichzeitig wurde zur Auflage gemacht, zum Bilanzstichtag am 31. März notwendige Wertberichtigungen vorzunehmen (Tabelle 2). Die Lücke zwischen den bisher

Tabelle 2: Kreditportfolio der 19 führenden japanischen Banken

Kredit- klassifi- zierung	Ausstehende Kredite am 31. März 1998				Rückstellungen in Mrd. Yen	
	nach eigener Einschätzung		nach den Kriterien der FSA		bestehend <sup>a</sup>	gefordert <sup>b</sup>
	in Mrd. Yen	in vH aller Kredite	in Mrd. Yen	in vH aller Kredite		
I	350 115	88,8	344 709	87,4	–	–
II	40 197	10,2	43 781	11,1	639	8 318
III	3 772	1,0	5 343	1,4	1 965	3 740
IV	125	0,0	376	0,1	125	376
Insgesamt	394 208	100,0	394 208	100,0	2 729	12 434

<sup>a</sup> Auf der Basis von 17 Großbanken (ohne die verstaatlichten Banken Long Term Credit Bank und Nippon Credit Bank), Stand 31. März 1998. – <sup>b</sup> Gemäß den Richtlinien der Financial Supervisory Agency (FSA) für die um Kapitalhilfe nachsuchenden Banken. Anmerkung: Kreditklassifizierungen: I=Kredite ohne oder mit geringem Ausfallrisiko; II=Kredite unter Beobachtung, erhöhtes Ausfallrisiko; III=Kredite mit hohem Ausfallrisiko; IV=Uneinbringbare Kredite.

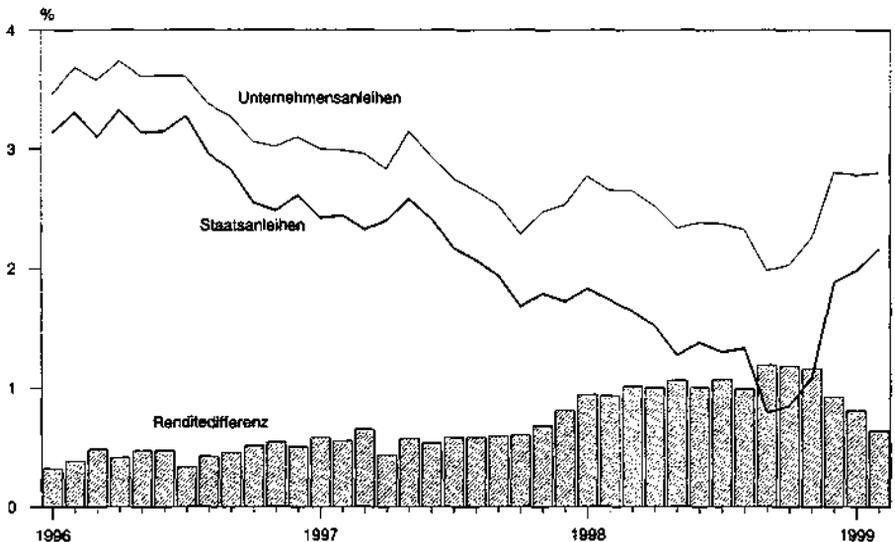
Quelle: Choy (1999), Nikkei Weekly (1999), eigene Berechnungen.

durchgeführten und den nach den Richtlinien der FSA erforderlichen Abschreibungen beträgt rund 9 500 Mrd. Yen. Dies entspricht knapp 2,5 vH der ausstehenden Kredite. Zur Finanzierung der Abschreibungen haben die Banken etwa 8 000 Mrd. Yen an Hilfen aus dem Bankensanierungsfonds beantragt. Darüber hinaus nehmen sie etwa 1 500 Mrd. Yen auf dem Kapitalmarkt auf. Es bleibt indes abzuwarten, wie die erforderlichen Anpassungen in den Finanzinstituten durchgeführt werden; die Formulierung von Restrukturierungsprogrammen ist in der Regel Bedingung für die Gewährung öffentlicher Hilfen.

Die Geldpolitik war im vergangenen Jahr vor allem darauf gerichtet, die Liquiditätsversorgung der Wirtschaft trotz der Probleme im Bankensektor sicherzustellen. So trat die Zentralbank zunehmend als Finanzintermediär auf, um einem Anstieg der Zinsen auf dem Interbankenmarkt zu begegnen und einen reibungslosen Zugang zu Liquidität zu gewährleisten. Sie führte einerseits den Geschäftsbanken durch Ankauf von Wertpapieren sowie durch direkte Kredite Liquidität zu und gab andererseits Wechsel aus, um überschüssige Liquidität bei anderen Instituten abzuschöpfen. Im Zuge dieses Vorgehens wuchs die Bilanzsumme der Bank von Japan rasch. Sie war am Jahresende 1998 um rund 20 vH höher als ein Jahr zuvor, zwischenzeitlich war der Anstieg sogar noch deutlich größer gewesen. Dabei wurde die Zentralbankgeldmenge nur moderat ausgeweitet. Insbesondere nach der Jahresmitte war die Geldpolitik – gemessen an der Geldmengenentwicklung – sogar eher restriktiv ausgerichtet. Dies hat wohl zu der deutlichen Aufwertung des Yen im Herbst vergangenen Jahres beigetragen.

Die Renditen langfristiger japanischer Staatspapiere sind seit Herbst des vergangenen Jahres von deutlich unter 1% auf etwa 2% gestiegen (Schaubild 2). Maßgeblich für diesen Zinsanstieg war aber wohl weniger das Aufkeimen von

Schaubild 2: Rendite auf Anleihen in Japan



Inflationserwartungen als vielmehr eine veränderte Situation am Markt für Anleihen. Das Emissionsvolumen ist infolge des stark erhöhten öffentlichen Finanzierungsdefizits kräftig gestiegen, und gleichzeitig haben staatliche Institutionen angekündigt, daß sie die Zeichnung öffentlicher Anleihen drastisch einschränken wollen.<sup>11</sup> So waren von dem Zinsanstieg am langen Ende die Regierungsanleihen besonders betroffen, und die Zinsdifferenz zwischen den Papieren privater und staatlicher Emittenten hat sich deutlich verringert. Mithin haben sich die Finanzierungsbedingungen am Kapitalmarkt besonders für den Fiskus verschlechtert, der auch deshalb ein besonderes Interesse an Wertpapierkäufen durch die Notenbank hat.

Angesichts der nach wie vor rezessiven Tendenzen wird zunehmend eine expansivere Politik der Zentralbank gefordert. So wird argumentiert, eine kräftige Ausweitung der Geldmenge über einen längeren Zeitraum würde inflationäre Erwartungen wecken, die notwendig seien, um die Realzinsen zu senken und die Konjunktur anzukurbeln (Krugman 1998). Dem ist allerdings entgegenzuhalten, daß die Nominalzinsen aufgrund der Erwartung höherer Inflation steigen und die Realzinsen folglich wenig verändert bleiben könnten. Um dies zu verhindern, müßte die Notenbank durch Offenmarktoperationen die Kurse der Anleihen stützen.<sup>12</sup>

Die Bank von Japan hat bislang zwar eine wesentliche Aufstockung ihrer Bestände an Staatsanleihen abgelehnt. Sie sieht ihre Unabhängigkeit gefährdet.<sup>13</sup> Zudem will sie das Vertrauen der Märkte in ihre Stabilitätsorientierung nicht durch die Monetisierung von Staatsschulden aufs Spiel setzen; eine solche Politik war in Japan in den dreißiger und vierziger Jahren in großem Stil betrieben worden und hatte in eine Hyperinflation geführt. Da bei der nach wie vor schwachen Konjunktur deflationäre Tendenzen vorherrschen, ist eine Lockerung der Geldpolitik zur Zeit allerdings sachlich geboten, zumal die Geldmenge M2 (einschließlich Depositenzertifikate) seit geraumer Zeit langsamer steigt, als es potentialgerecht wäre (Gern et al. 1998c: 126). Ihre derzeitige Bereitschaft, die Wirtschaft zu stimulieren, hat die Notenbank ab Mitte Februar signalisiert, als sie den Tagesgeldzinssatz nochmals – von 0,25% auf praktisch 0% – senkte. Die Wir-

---

<sup>11</sup> In den vergangenen Jahren waren die Bestände an Regierungsanleihen im öffentlichen Sektor jeweils um rund drei Viertel der Nettoneuverschuldung des Zentralstaates ausgeweitet worden. Eine herausragende Rolle spielte dabei zuletzt das Trust Fund Bureau, das Gelder privater Anleger verwaltet. Diese Mittel sollen zukünftig verstärkt zur Finanzierung von Projekten im Rahmen des sogenannten zweiten Haushalts, des Fiscal Investment and Loan Programs, verwendet werden. Im Haushaltsjahr 1999 soll die Nettoinvestition in Staatsanleihen den Planungen nach drastisch – von 16,5 auf 2,8 Bill. Yen – verringert werden. Gleichzeitig wird sich das Volumen der Nettoneuemissionen durch den Fiskus von knapp 35 Bill. Yen auf etwa 50 Bill. Yen erhöhen.

<sup>12</sup> Eine Zeichnung von Neuemissionen und damit eine direkte Finanzierung des Staatshaushalts durch die Notenbank ist nach dem japanischen Zentralbankgesetz verboten. Zulässig sind dagegen Käufe von Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt. Solche Operationen finden derzeit in einem Umfang von etwa 400 Mrd. Yen monatlich statt. Um den nach Angaben des Finanzministeriums zu erwartenden Ausfall an Nachfrage anderer staatlicher Institutionen auszugleichen, wäre etwa eine Vervierfachung dieses Betrages notwendig.

<sup>13</sup> Formell unabhängig ist die japanische Zentralbank erst seit April 1998.

kungen dieser Maßnahme allein dürften jedoch gering sein. Daher erwarten wir, daß die Bank von Japan im Verlauf des Jahres in deutlich größerem Umfang Staatspapiere erwirbt als in der Vergangenheit. Gleichzeitig wird sie die großzügige Versorgung des Finanzsektors mit Liquidität fortsetzen. Im Zuge dieser Politik dürfte die Zentralbankgeldmenge in rascherem Tempo ausgeweitet werden als bislang; in der Folge dürfte sich die Verringerung des Außenwerts des Yen fortsetzen, die im Februar begonnen hat. Insgesamt ist damit zu rechnen, daß von der monetären Seite in nächster Zeit verstärkt Anregungen ausgehen werden.

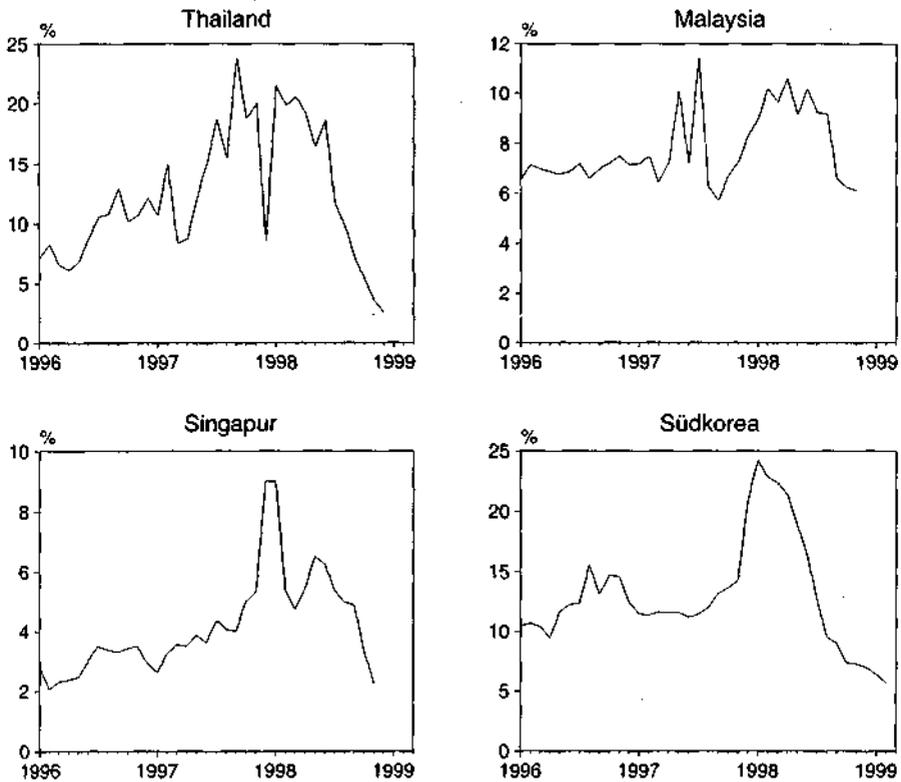
Trotz der Impulse durch die Wirtschaftspolitik ist eine rasche Erholung der Konjunktur in Japan nicht zu erwarten. Der private Verbrauch wird durch die sich weiter verschlechternde Beschäftigungslage und durch sinkende verfügbare Einkommen gedämpft. Ein Ende des Rückgangs der Unternehmensinvestitionen zeichnet sich für das laufende Jahr nicht ab. Offenbar sind die mittelfristigen Wachstumserwartungen in der Wirtschaft deutlich nach unten korrigiert worden. Allerdings rechnen wir damit, daß sich die Finanzierungsbedingungen mit dem Fortgang der Sanierung des Bankensystems im Laufe dieses und des nächsten Jahres sukzessive verbessern. Hinzu kommt, daß die Exporte im Zuge der fortschreitenden Belebung im übrigen asiatischen Raum und gestützt durch die Abwertung des Yen gegenüber dem Dollar wieder verstärkt expandieren dürften. Im laufenden Jahr erhält die gesamtwirtschaftliche Nachfrage zwar Impulse von der Ausgabenpolitik des Staates; aufgrund der vorerst noch überwiegenden Schwäche des privaten Sektors dürfte das Bruttoinlandsprodukt sein Niveau vom Vorjahr gleichwohl nochmals – um rund 0,5 vH – unterschreiten. Für das kommende Jahr erwarten wir, daß sich die expansive Ausrichtung der Geldpolitik dank der verbesserten Konstitution des Finanzsektors mehr und mehr durchsetzt. Allerdings werden die Anregungen von der Finanzpolitik fortfallen. Alles in allem dürfte das Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2000 leicht zunehmen, die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung wird sich aber wohl noch nicht erhöhen. Die Arbeitslosenquote wird im Prognosezeitraum auf rund 5 vH steigen. Das Verbraucherpreisniveau wird zunächst noch leicht zurückgehen, sich mit dem Abklingen der preisdämpfenden Wirkungen von den Importen, die mit der Yen Aufwertung und dem Fall der Rohstoffpreise verbunden waren, aber stabilisieren.

### **Asien vor einer langsamen Erholung**

Die Entwicklung der Industrieproduktion und eine Reihe anderer Indikatoren deuten darauf hin, daß alle Länder in der ostasiatischen Region in der jüngsten Zeit den Tiefpunkt der seit Sommer 1997 anhaltenden Krise erreicht haben oder ihn bald erreichen werden. In einigen Ländern, hier sind vor allem Südkorea und Singapur zu nennen, war die Industrieproduktion zuletzt sogar wieder merklich aufwärts gerichtet.

Voraussetzung für die Erholung war, daß die Zahlungsbilanzschwierigkeiten infolge erheblicher Leistungsbilanzüberschüsse, aber auch durch den Zufluß von Mitteln internationaler Organisationen sowie ausländischer Direktinvestitionen, im Laufe des vergangenen Jahres größtenteils überwunden werden konnten. Dies erlaubte es den Zentralbanken, die Geldpolitik deutlich zu lockern. Derzeit lie-

Schaubild 3: Zinssatz für Tagesgeld in ausgewählten asiatischen Ländern



gen die Zinsen in den meisten asiatischen Ländern bereits unter dem Niveau, das sie vor Beginn der Asienkrise hatten (Schaubild 3).<sup>14</sup> In den Ländern, die im Zuge der Krise deutlich abgewertet hatten, konnte das Exportvolumen im Verlauf des vergangenen Jahres spürbar ausgeweitet werden, wobei die Dynamik sich zuletzt allerdings wieder abflachte.

Die Geldpolitik wird voraussichtlich in diesem und im nächsten Jahr deutlich expansiv ausgerichtet sein. Durch die Impulse von Geld- und Fiskalpolitik wird zwar im allgemeinen ein weiteres Zurückgehen der wirtschaftlichen Aktivität verhindert. Mit einer kräftigen Erholung ist jedoch zunächst nicht zu rechnen. So hat die Rekapitalisierung des Finanzsektors in Ländern wie Indonesien, Malaysia, Thailand oder Südkorea, die von der Krise besonders stark betroffen waren, erst begonnen. Solange die Kapitalbasis des Finanzsektors nicht wiederhergestellt ist, bleibt die Kreditvergabe an Unternehmen gering. Wir erwarten,

<sup>14</sup> Eine Ausnahme bilden allerdings Indonesien und Hongkong. In Indonesien spielen dabei anhaltende politische Unsicherheiten sowie vergleichsweise geringe Fortschritte bei der Sanierung des angeschlagenen Finanzsektors eine Rolle. In Hongkong führen weiterhin bestehende Zweifel an der Dauerhaftigkeit der Währungsanbindung an den Dollar zu einem relativ hohen Zinsniveau.

daß sie sich erst im späteren Verlauf des Prognosezeitraums wieder erholen wird. Auch die Restrukturierung des Unternehmenssektors kommt nur allmählich voran, da wichtige Gesetze wie z.B. die zur Regelung von Konkursen oftmals noch nicht in Kraft getreten sind.

Im Zuge der Konsolidierung der Unternehmen ist mit weiteren Entlassungen zu rechnen. Steigende Arbeitslosigkeit sowie stagnierende Löhne werden die real verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte dämpfen. In der Folge wird sich der private Verbrauch in diesem Jahr nur wenig erholen können. Die Investitionsneigung wird aufgrund der niedrigen Kapazitätsauslastung ebenfalls gering sein. Auch von der außenwirtschaftlichen Seite sind in diesem Jahr nur wenig Impulse zu erwarten. Die Exporte nehmen bei verhaltener Nachfrage in den Industrieländern nur leicht zu, dagegen dürften die Importe nach dem drastischen Rückgang im letzten Jahr etwas stärker expandieren, auch um die Warenlager aufzufüllen. Alles in allem ist damit zu rechnen, daß die Erholung in der asiatischen Region erst ab der zweiten Jahreshälfte 1999 in Gang kommt. Im Verlauf des nächsten Jahres wird sie zunehmend an Fahrt gewinnen, da sich dann die Konjunktur in den Industrieländern belebt und die Liquiditätsschwierigkeiten der Unternehmen abnehmen.

Auch in China sind die Spuren der Asienkrise erkennbar. Hier kam es insbesondere zu einer Schwäche der Exporte, die auch auf die Inlandsnachfrage ausstrahlte. Der abermals hohe Produktionsanstieg ist vor allem auf eine deutliche Ausweitung der staatlichen Investitionen im zweiten Halbjahr 1998 zurückzuführen. Diese Politik läßt sich aber nicht beliebig fortsetzen. China wird daher mittelfristig daran gelegen sein, durch eine Abwertung der heimischen Währung die Ausfuhren zu stimulieren, die durch die Aufwertung gegenüber den asiatischen Konkurrenten gedämpft worden sind. Zu beachten ist aber, daß mit einer Neubewertung der Währung auch Kosten verbunden sind. So muß China anders als bei der Abwertung des Yuan im Jahr 1994 auf Hongkong Rücksicht nehmen, dessen Währung im Rahmen eines Currency Boards mit dem Dollar verknüpft ist. Bei einer kräftigen Abwertung würde der Verlust der Glaubwürdigkeit der Wechselkursfixierung sowohl in China als auch in Hongkong drohen, was nach den erfolgreichen Anstrengungen zur Verteidigung der beiden Währungen im Verlauf der Asienkrise nicht akzeptabel sein dürfte. Bei einer moderaten Abwertung der chinesischen Währung hingegen – etwa im Umfang der während der Krise erfolgten realen Aufwertung, die auf rund 10 vH geschätzt wird – wäre dieses Problem weniger bedeutsam, da die Glaubwürdigkeit einer Wechselkursfixierung nicht nur von seiner Stabilität in der Vergangenheit abhängt, sondern auch davon, ob der zugrundeliegende Kurs fundamental gerechtfertigt ist. Ein weiteres Risiko ist, daß eine Abwertung des Yuan eine neue Abwertungsrunde in der Region auslösen könnte, was nicht im Interesse Chinas liegt. Eine solche Entwicklung erwarten wir jedoch nicht. Dafür spricht, daß die Wechselkurse in der Region an Stabilität gewonnen haben. Bereits jetzt konnten die Währungen den Krisen in Rußland und in Brasilien standhalten. Unserer Einschätzung nach dürfte in einem Umfeld, in dem die asiatischen Nachbarn zur Stabilität zurückgefunden haben, aus Sicht der chinesischen Regierung der Nutzen einer moderaten Abwertung die zu erwartenden Kosten übersteigen. Daher halten wir es für wahr-

**Tabelle 3:** Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in asiatischen Ländern 1997–2000 – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (vH)

	Gewicht in vH <sup>a</sup>	Reales Bruttoinlands- produkt				Verbraucherpreise			
		1997	1998 <sup>b</sup>	1999 <sup>c</sup>	2000 <sup>c</sup>	1997	1998 <sup>b</sup>	1999 <sup>c</sup>	2000 <sup>c</sup>
Indonesien	9,9	4,9	-14,0	-4,5	3,0	9,0	58,4	20,0	10,0
Thailand	6,0	-0,4	-8,2	1,5	3,0	5,6	8,8	3,0	5,0
Philippinen	3,6	5,2	-0,5	2,0	4,0	5,0	9,6	7,0	6,0
Malaysia	3,3	7,8	-6,1	0,0	3,0	2,7	5,2	4,5	5,5
Insgesamt	22,8	4,0	-9,2	-1,2	3,2	6,6	30,0	11,2	7,4
Südkorea	8,7	5,5	-6,0	2,0	4,5	4,4	7,5	1,5	3,0
Taiwan	5,5	6,8	4,8	3,5	-4,5	0,9	1,7	1,5	2,0
Hongkong	2,2	5,3	-5,2	-1,0	3,5	5,7	2,7	-1,0	2,0
Singapur	1,2	7,8	1,3	1,5	4,0	2,0	-0,3	0,5	1,5
Insgesamt	17,7	6,0	-2,0	2,1	4,3	3,3	4,6	1,1	2,5
China	59,6	8,8	7,8	7,0	7,0	2,8	-0,8	1,0	2,5
Ostasien	100,0	7,2	2,2	4,2	5,7	3,7	7,2	3,4	3,6
Nachrichtlich: Ostasien <sup>d</sup>		6,2	-1,8	1,9	4,4				

<sup>a</sup> Gemäß Bruttoinlandsprodukt 1996 nach Kaufkraftparitäten. – <sup>b</sup> Teilweise geschätzt. – <sup>c</sup> Prognose. – <sup>d</sup> Gewichtet mit den Anteilen an den deutschen Exporten in diese Länder im Jahr 1997.

Quelle: IWF (1999), OECD (1998a), eigene Schätzungen und Prognosen.

scheinlich, daß der Yuan im späteren Verlauf des Prognosezeitraums abgewertet wird. Größere Auswirkungen auf die anderen Länder in der Region erwarten wir davon nicht. Die Exporte werden in China im nächsten Jahr wieder zunehmen, wozu neben dem geringeren Außenwert die Besserung der Weltkonjunktur beitragen wird. Auch ohne erneutes Konjunkturprogramm dürfte China im nächsten Jahr ähnlich stark expandieren wie 1999.

In der ostasiatischen Region wird das reale Bruttoinlandsprodukt dieses Jahr um rund 4 vH steigen (Tabelle 3). Im nächsten Jahr wird der Aufschwung an Fahrt gewinnen und das Bruttoinlandsprodukt wird um reichlich 5,5 vH zunehmen. Bei den Inflationsraten ist der Höhepunkt bereits im Sommer 1998 erreicht worden. Die Verbraucherpreise werden in diesem Jahr im Vergleich zum Vorjahr um rund 3,5 vH zunehmen. Im nächsten Jahr wird der Preisauftrieb ähnlich hoch sein.

### Westeuropa: Abschwächung wird überwunden

Das Tempo der konjunkturellen Expansion in Westeuropa hat sich im Verlauf des vergangenen Jahres verlangsamt; der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts ging im zweiten Halbjahr auf etwas weniger als 2 vH zurück, nach reichlich 2,5 vH im Halbjahr zuvor, und lag damit unterhalb der Zunahme des Produktionspotentials. Dabei sind die Unterschiede bei den Zuwachsraten größer geworden; während

die Konjunktur in einigen Ländern wie Spanien und Portugal weiter aufwärtsgerichtet war, wurde die Produktion in anderen Ländern wie dem Vereinigten Königreich und Norwegen kaum noch ausgeweitet, und in Deutschland war sie im vierten Quartal sogar rückläufig.

Maßgeblich für die konjunkturelle Verlangsamung war die Abschwächung der Exporte, die zuletzt sogar sanken; hier bremste der spürbare Rückgang der Nachfrage aus Asien und aus Lateinamerika sowie aus Rußland. Mit den Krisen in verschiedenen Regionen der Welt waren aber auch stützende Wirkungen auf die Inlandsnachfrage in Form verbesserter Terms of trade und sinkender langfristiger Zinsen verbunden. Die Dämpfung durch die Ausfuhren wurde jedoch nicht durch eine verstärkte Expansion der Inlandsnachfrage ausgeglichen. Nur der Konsum war im zweiten Halbjahr etwas stärker aufwärtsgerichtet, angeregt von rascher steigenden real verfügbaren Einkommen. Die Zahl der Beschäftigten nahm gegenüber dem zweiten Halbjahr 1997 um reichlich 1 vH zu, und die Arbeitslosenquote sank um etwas mehr als einen halben Prozentpunkt auf zuletzt reichlich 9,5 vH (standardisierte Arbeitslosenquote nach OECD). Auch der nochmals niedrigere Auftrieb bei den Konsumentenpreisen stimulierte den privaten Verbrauch; gemessen am Harmonisierten Verbraucherpreisindex waren die Lebenshaltungskosten in Westeuropa zuletzt im Verlauf sogar annähernd stabil. Im Gegensatz zum privaten Verbrauch wurden die Anlageinvestitionen im zweiten Halbjahr etwas langsamer als zuvor ausgeweitet; hier dämpften vor allem die gesunkene Kapazitätsauslastung sowie eingetrübte Absatz- und Ertragsersparungen. Auch die Lagerinvestitionen gingen zurück, nachdem sie im ersten Halbjahr noch merklich zur Zunahme der gesamtwirtschaftlichen Produktion beigetragen hatten.

In *Frankreich* ist der Auftrieb bei den Konsumentenpreisen gegenwärtig besonders gering, zwischenzeitlich war sogar ein leichter Rückgang zu beobachten. Das Konsumentenvertrauen stieg – auch begünstigt durch den fortgesetzten Beschäftigungsaufbau und die sinkende Arbeitslosenquote – auf einen historischen Höchststand, und der private Verbrauch expandierte zügig. Dagegen hat sich die Einschätzung der wirtschaftlichen Lage durch die Unternehmer – insbesondere in der Industrie – bedingt durch die eingetrübten Absatzperspektiven für die Ausfuhren deutlich verschlechtert. Die Finanzpolitik wirkte im vergangenen Jahr im großen und ganzen neutral; die leichte Rückführung des Budgetdefizits in Relation zum Bruttoinlandsprodukt war konjunkturell bedingt. An dieser Ausrichtung wird sich im Prognosezeitraum nichts ändern. Einer verringerten Besteuerung der Grundstückstransaktionen sowie des Arbeitseinsatzes in Unternehmen stehen Anhebungen bei der Vermögensteuer und den Energiesteuern gegenüber. Überdurchschnittliche Ausgabensteigerungen sind vor allem für die Bereiche Arbeitsmarkt, Bildung und Infrastruktur geplant.

In *Italien* war die gesamtwirtschaftliche Produktion im vergangenen Jahr nur wenig aufwärtsgerichtet. Maßgeblich dafür waren neben einem schwachen privaten Konsum, vor allem der Einbruch der Ausfuhren infolge des Rückgangs der Nachfrage aus Asien; die italienischen Produzenten wurden aufgrund ihrer Exportstruktur besonders heftig getroffen. Diesen negativen Effekten konnte bislang nicht dadurch entgegengewirkt werden, daß die kurzfristigen Zinsen in Vorbereitung auf die dritte Stufe der Währungsunion deutlich sanken; zu Beginn die-

ses Jahres hatte Italien so niedrige kurzfristige Realzinsen wie nie zuvor in den vergangenen beiden Jahrzehnten. Die Finanzpolitik hat 1998 den Konsolidierungskurs der vorangegangenen Jahre nicht weiter fortgesetzt. Gleichwohl führte die schwache Konjunktur nicht dazu, daß die im Stabilitätspakt festgelegte Grenze von 3 vH für das Budgetdefizit in Relation zum Bruttoinlandsprodukt überschritten wurde; dazu hat beigetragen, daß die Zinszahlungen stark zurückgegangen sind. Die italienische Finanzpolitik wird im laufenden und im kommenden Jahr neutral ausgerichtet bleiben; das Budgetdefizit verharrt knapp unterhalb der im Stabilitäts- und Wachstumspakt festgelegten Obergrenzen, und der Schuldenstand in Relation zum Bruttoinlandsprodukt sinkt nur allmählich.

Im *Vereinigten Königreich* hat sich die Konjunktur 1998 spürbar abgeschwächt. Dies war in erster Linie auf die restriktive Politik der Bank of England zurückzuführen, die die kurzfristigen Zinsen bis zum Sommer 1998 in mehreren Schritten auf in der Spitze 7,5% erhöht hatte. In der Folge blieb der reale Außenwert des Pfund Sterling auf einem hohen Niveau, und die Geschäftserwartungen der Unternehmer sowie das Konsumentenvertrauen kühlten sich merklich ab. Seit Oktober des vergangenen Jahres ist die Geldpolitik deutlich gelockert worden, die Notenbank senkte die kurzfristigen Zinsen sukzessive auf 5,5%. Maßgeblich dafür war die Ansicht der Zentralbank, daß ihr Inflationsziel von 2,5 vH mittelfristig unterschritten werden könnte, zumal sich die weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen verschlechtert hatten und die Inlandsnachfrage deutlich zurückgegangen war (Bank of England 1999). Neben der Geldpolitik war auch die Finanzpolitik im vergangenen Jahr restriktiv ausgerichtet; das konjunkturbereinigte Defizit sank um reichlich einen Prozentpunkt auf rund 0,5 vH in Relation zum Bruttoinlandsprodukt, vor allem, weil die Ausgaben in Relation zur gesamtwirtschaftlichen Produktion deutlich abnahmen. Im Prognosezeitraum wird die Finanzpolitik auf einen im großen und ganzen neutralen Kurs einschwenken; gemäß der Haushaltsplanung sollen die staatlichen Ausgaben für Infrastrukturinvestitionen annähernd verdoppelt werden.

Die Geldpolitik in Westeuropa ist nach wie vor als expansiv einzuschätzen. Insbesondere in Euroland gehen von ihr nach den zahlreichen Zinssenkungen im Vorfeld der dritten Stufe der Währungsunion anregende Wirkungen auf die Konjunktur aus; die Zinsen sind dort – nominal und real gerechnet – sehr niedrig im Vergleich mit dem langjährigen Durchschnitt, und die eng gefaßte Geldmenge M1 sowie die Kredite an den privaten Sektor expandieren lebhaft. Angesichts der von der Europäischen Zentralbank (EZB) als gering eingeschätzten Inflationsgefahren (EZB 1999) wird diese die Leitzinsen wohl bis weit in das Jahr 2000 hinein unverändert lassen. Erst für das zweite Halbjahr des kommenden Jahres rechnen wir damit, daß die EZB angesichts der wieder kräftigeren Produktionsausweitung, anziehender Importpreise und höherer Lohnabschlüsse den Leitzinssatz geringfügig anheben wird. Für das Vereinigte Königreich prognostizieren wir ebenso wie für die Mehrheit der übrigen Länder Westeuropas außerhalb Eurolands weitere leichte Zinssenkungen; die Kapitalmarktzinsen werden in Westeuropa im Verlauf des Prognosezeitraums wieder etwas anziehen, insbesondere da der „safe haven“-Effekt mit dem Abklingen der Krisen in Asien allmählich nachläßt.

Die Regierungen in den meisten Länder Westeuropas haben im zurückliegenden Jahr den Konsolidierungskurs bei den öffentlichen Finanzen nicht fortgeführt, den sie in den Jahren zuvor verfolgt hatten; die strukturellen Defizite gingen kaum noch zurück. Die Verminderung der Budgetdefizite in Relation zum Bruttoinlandsprodukt im vergangenen Jahr war überwiegend auf die gute Konjunktur zurückzuführen, die die Steuereinnahmen kräftig ansteigen ließ und wegen der günstigen Entwicklung am Arbeitsmarkt zu verlangsamt steigenden öffentlichen Ausgaben führte. Auch im laufenden und im kommenden Jahr wird die Finanzpolitik in Westeuropa insgesamt neutral ausgerichtet sein.

Bei den wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen ist zu erwarten, daß die Konjunktur in Westeuropa wieder anziehen wird. Insbesondere der private Verbrauch bleibt aufgrund der weiter steigenden real verfügbaren Einkommen deutlich aufwärtsgerichtet, wenngleich sich seine Dynamik aufgrund des verlangsamten Beschäftigungsaufbaus etwas abschwächt. Unternehmensbefragungen weisen darauf hin, daß die Talsohle bei den Absatz- und Ertragserwartungen wohl durchschritten ist; es ist mit einem Anziehen der Anlageinvestitionen im Verlauf des Prognosezeitraums zu rechnen. Die Dämpfung der Ausfuhren durch die Krisen in Asien, Rußland und Lateinamerika wird allmählich nachlassen; im späteren Prognosezeitraum werden die Exporte – auch angeregt durch den gesunkenen realen Außenwert des Euro – wieder etwas beschleunigt zunehmen. Für Westeuropa insgesamt erwarten wir, daß sich das Bruttoinlandsprodukt 1999 um etwas weniger als 2 vH und im Jahr 2000 um reichlich 2,5 vH erhöhen wird. Aufgrund seines geringen Tempos am Jahresbeginn wird der Anstieg der Konsumentenpreise 1999 mit 1,1 vH unter dem Durchschnitt des Jahres 1998 bleiben. Im kommenden Jahr wird sich der Preisauftrieb auf etwas mehr als 1,5 vH beschleunigen; maßgeblich hierfür ist zum einen, daß die Importpreise steigen, zum anderen nimmt der interne Preisdruck wegen der kräftigen Lohnerhöhungen zu.

### **Produktionseinbruch in Rußland – verringerte Expansion in Mittel- und Osteuropa**

Der Ausbruch der Währungs- und Finanzkrise in Rußland im Sommer des vergangenen Jahres hat deutlich gemacht, daß die institutionellen Voraussetzungen für ein nachhaltiges Wachstum in diesem Land noch nicht gegeben waren. Nach der vorübergehenden Stabilisierung der gesamtwirtschaftlichen Produktion im Jahr 1997 tendierte das Bruttoinlandsprodukt bereits im ersten Halbjahr 1998 bei schrumpfenden Exporterlösen insbesondere für Rohöl und Erdgas sowie steigenden Zinsen wieder abwärts. In der zweiten Jahreshälfte beschleunigte sich der Abschwung drastisch, nachdem das Finanzsystem im August praktisch zusammengebrochen war. Im Jahresergebnis dürfte das Bruttoinlandsprodukt um rund 6 vH gefallen sein.

Die neue russische Regierung hat bislang nicht erkennen lassen, wie sie der Krise Herr werden will. Erste Maßnahmen umfaßten vielfältige administrative Eingriffe, die der Regierung zwar kurzfristig Spielraum verschaffen, die zugrundeliegenden Probleme jedoch nicht lösen können (DIW et al. 1998). Notwendig sind insbesondere eine Reform der öffentlichen Haushalte und die Stärkung

des Wettbewerbs im Unternehmenssektor. Ein Konzept, mit dem mittelfristig die Weichen in Richtung einer erfolgreichen wirtschaftlichen Transformation gestellt würden, ist nicht in Sicht. Zudem hat sich die Unsicherheit über den Kurs der Wirtschaftspolitik erhöht. Wir erwarten, daß sich die wirtschaftliche Schrumpfung im Prognosezeitraum fortsetzt. Die Inflation dürfte beträchtlich höher ausfallen als vor Einsetzen der Krise; ein Rückfall in die Hyperinflation zeichnet sich jedoch bei der derzeit betriebenen Geldpolitik nicht ab.

Die Auswirkungen der Krise in Rußland auf die mitteleuropäischen Reformländer blieben bislang begrenzt. Zwar wurde die wirtschaftliche Aktivität durch den Rückgang der Exporte nach Rußland gedämpft; dieser Effekt war aber wegen ihres zumeist recht geringen Anteils an der gesamten Warenausfuhr im allgemeinen nicht sehr bedeutsam (Gern et al. 1998b: 224).<sup>15</sup> Vor allem aber kam es nicht zu der zuweilen befürchteten Flucht ausländischer Anleger auch aus diesen Ländern; eine Währungskrise stellte sich nicht ein. Zwar gaben die Aktienkurse in der zweiten Jahreshälfte zum Teil deutlich nach. Die Rückgänge folgten aber weitgehend dem Muster, das auch in vielen westlichen Industrieländern zu beobachten war, und die Notierungen haben sich inzwischen wieder beträchtlich erholt. Die Wechselkurse kamen lediglich vorübergehend unter Abwertungsdruck; im späteren Jahresverlauf ergab sich sogar in einigen Ländern eine Tendenz zur Aufwertung.

Neben den Wirkungen der Rußlandkrise gab es indes weitere Faktoren, die in der Summe eine merkliche Verlangsamung des Expansionstempos in den mitteleuropäischen Reformländern zur Folge hatten. Wesentlich war zum einen, daß die Anregungen von der Nachfrage in Westeuropa in der zweiten Jahreshälfte spürbar nachließen. Zudem war die Politik in einigen Ländern, beispielsweise in Polen, zuvor um eine Dämpfung der Inlandsnachfrage bemüht gewesen. In der Tschechischen Republik stehen zusätzlich zu dem im Jahr 1997 eingeleiteten Konsolidierungskurs strukturelle Probleme im Unternehmenssektor einer raschen Erholung entgegen. Im vergangenen Jahr ist es hier zu einem empfindlichen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts gekommen; im Zuge der Rezession ist die Arbeitslosenquote von rund 3 vH im Jahr 1996 auf 7 vH gestiegen. Günstig verlief dagegen die Entwicklung in Ungarn, wo sich der Produktionsanstieg gestützt auf kräftig steigende Investitionen, aber auch eine nach wie vor rasche Exportausweitung sogar noch beschleunigte. In den übrigen Ländern war die Entwicklung sehr differenziert (Tabelle 4); insbesondere in Rumänien und Bulgarien wird die gesamtwirtschaftliche Entwicklung noch wesentlich durch Defizite bei den institutionellen Reformen behindert. Der Verbraucherpreisanstieg ist im vergangenen Jahr im allgemeinen weiter zurückgeführt worden.<sup>16</sup> In nahezu allen Ländern dürfte im laufenden Jahr eine einstellige Inflationsrate erreicht werden.

---

<sup>15</sup> Bedeutsam ist der Handel mit Rußland allerdings in den baltischen Staaten. Hier belief sich der Exportanteil vor dem Ausbruch der Krise auf 20 bis 25 vH.

<sup>16</sup> Der Vorjahresvergleich für die Tschechische Republik wird durch einen einmaligen Preisneueausprung am Beginn des Jahres geprägt. Die laufende Jahresrate lag bei etwa 5 vH.

Tabelle 4: Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in mittel- und osteuropäischen Ländern 1997–2000 – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (vH)

	Gewicht in vH <sup>a</sup>	Reales Bruttoinlands- produkt				Verbraucherpreise			
		1997	1998	1999 <sup>b</sup>	2000 <sup>b</sup>	1997	1998	1999 <sup>b</sup>	2000 <sup>b</sup>
Bulgarien	2,9	-7,5	4,0	1,0	2,0	1082,2	22,0	7,0	8,0
Polen	18,1	6,9	4,8	3,5	4,5	14,9	11,6	7,5	6,0
Rumänien	8,1	-6,5	-5,0	-2,0	2,0	154,8	60,0	30,0	30,0
Slowakische Republik	3,1	6,5	5,0	3,0	2,0	6,1	6,8	8,0	7,0
Slowenien	1,9	3,2	3,5	3,5	4,0	9,1	8,6	7,0	6,0
Tschechische Republik	18,8	1,0	-2,6	-0,5	2,5	8,4	10,7	5,0	4,0
Ungarn	5,5	3,8	5,2	4,5	4,5	18,3	15,0	9,0	7,0
Mitteleuropa	48,4	2,3	1,8	1,8	3,4	100,7	20,0	10,8	10,0
Rußland	49,1	0,4	-6,0	-6,0	-2,0	14,6	27,0	80,0	40,0
Estland	0,5	11,4	5,0	4,0	5,0	10,6	10,7	5,0	5,0
Lettland	0,7	6,5	6,0	3,5	4,5	8,5	4,7	3,0	4,0
Litauen	1,3	6,1	5,0	3,5	4,5	8,9	5,1	3,0	5,0
Insgesamt	100,0	1,5	-1,9	-2,0	0,8	56,1	23,1	44,6	24,6
Nachrichtlich: Insgesamt <sup>c</sup>		2,9	0,3	0,2	2,1				

<sup>a</sup> Gemäß Bruttoinlandsprodukt im Jahr 1996 nach Kaufkraftparitäten. – <sup>b</sup> Prognose; gerundet.  
– <sup>c</sup> Gewichtet mit den Anteilen an den deutschen Exporten in diese Länder im Jahr 1997.

Quelle: Wie Tabelle 1.

Für den Prognosezeitraum erwarten wir, daß sich die Expansion in Mittel- und Osteuropa zunächst in etwa in dem zuletzt beobachteten Tempo fortsetzt. Im späteren Verlauf dieses Jahres werden von der Konjunktur in Westeuropa wieder verstärkte Impulse ausgehen. Auch sind vor dem Hintergrund der festen Wechselkursstendenz die Zinsen zuletzt gesenkt worden. In Polen und Ungarn, in den baltischen Staaten und mit Abstrichen auch in der Tschechischen Republik sind zudem Strukturreformen in verschiedenen Bereichen auf den Weg gebracht worden, beispielsweise wurden mit grundlegenden Reformen des Sozialsystems die Weichen für eine langfristige Konsolidierung der Staatsfinanzen gestellt. Damit dürfte das Vertrauen der internationalen Investoren in diese Volkswirtschaften weiter wachsen. Getragen von einer kräftigen Investitionstätigkeit nehmen Produktionspotential und Produktivität rasch zu. Vor diesem Hintergrund erscheinen die Risiken, die von den zum Teil sehr hohen Defiziten in der Leistungsbilanz ausgehen, begrenzt. Risiken für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung sind vielmehr vor allem dort vorhanden, wo politische Instabilitäten und inkonsistente Reformen Unsicherheit erzeugen und Fehlentwicklungen verursachen. Dies ist nach wie vor in Bulgarien und Rumänien der Fall. Die politischen Risiken haben sich aber auch in der Slowakischen Republik erhöht.

### Ausblick: Nur allmähliche Erholung der Weltkonjunktur

Im Jahr 1999 werden sich die ausgeprägten Unterschiede in der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung zwischen den Industrieländern merklich verringern. In mehreren Ländern, in denen zu Beginn des Jahres 1999 noch Schwächetendenzen überwiegen, wird sich die Produktion beleben. So werden in Japan die Anregungen der Geld- und Finanzpolitik zu einem Ende des Produktionsrückgangs beitragen, wenngleich die Expansion angesichts des nach wie vor vorhandenen Anpassungsbedarfs im Unternehmenssektor zunächst sehr mäßig ausfallen dürfte. In Westeuropa wird sich die Konjunktur bei der tendenziell anregenden Wirtschaftspolitik im Verlauf des Jahres wieder kräftigen; im Jahresergebnis wird der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts gleichwohl deutlich geringer ausfallen als 1998 (Tabelle 5). In den Vereinigten Staaten dürfte sich das zuletzt beobachtete sehr

Tabelle 5: Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in den Industrieländern 1997–2000 – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (vH)

	Gewicht in vH <sup>a</sup>	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
		1997	1998 <sup>b</sup>	1999 <sup>c</sup>	2000 <sup>c</sup>	1997	1998	1999 <sup>c</sup>	2000 <sup>c</sup>
Deutschland	10,0	2,2	2,8	1,6	2,5	1,8	1,0	0,4	1,5
Frankreich	6,6	2,3	3,2	2,1	2,5	1,2	0,7	0,5	1,3
Italien	5,4	1,5	1,4	1,7	2,8	1,8	1,7	1,4	1,8
Spanien	2,5	3,5	3,8	3,1	3,4	2,0	1,8	1,7	2,1
Niederlande	1,7	3,6	3,7	1,8	2,3	2,2	2,0	1,6	2,1
Belgien	1,1	2,9	2,9	2,0	2,5	1,6	1,0	1,0	1,5
Österreich	1,0	2,5	3,0	2,0	2,5	1,3	0,9	1,0	1,5
Finnland	0,6	5,9	5,0	3,0	3,0	1,2	1,4	1,0	2,0
Portugal	0,5	3,7	4,0	3,0	3,0	2,3	2,8	3,0	3,0
Irland	0,3	9,8	9,5	6,5	6,5	1,4	2,4	2,0	3,0
Luxemburg	0,1	3,7	3,5	2,5	3,0	1,4	0,9	1,0	1,5
Euroland	29,8	2,5	3,0	2,0	2,7	1,7	1,2	0,9	1,6
Vereinigtes Königreich	6,0	3,5	2,5	0,7	2,1	3,2	3,4	2,0	2,1
Schweden	1,1	1,8	3,0	2,5	2,5	0,5	-0,1	0,5	1,0
Dänemark	0,8	3,5	3,0	2,0	2,0	2,1	1,9	1,5	1,5
Griechenland	0,6	3,5	3,0	3,0	3,5	5,6	4,8	3,5	3,0
Europäische Union	38,3	2,7	2,9	1,8	2,6	1,9	1,6	1,1	1,7
Schweiz	1,2	1,1	2,0	1,5	2,0	0,6	0,0	0,0	1,0
Norwegen	0,7	3,4	2,5	0,5	1,5	2,5	2,2	2,5	2,5
Westeuropa	40,2	2,6	2,8	1,8	2,5	1,9	1,6	1,1	1,7
Vereinigte Staaten	37,0	3,9	3,9	3,3	2,0	2,3	1,6	2,0	2,6
Japan	20,0	0,8	-2,8	-0,3	0,4	1,8	0,4	-0,3	0,0
Kanada	2,8	3,8	3,0	2,7	2,2	1,6	0,9	1,6	2,3
Länder insgesamt	100,0	2,8	2,1	2,0	1,9	2,0	1,3	1,2	1,7

<sup>a</sup> Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts zu Preisen und Wechselkursen von 1997. –

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

Quelle: OECD (1999), eigene Berechnungen und Prognosen.

### Kasten: Zur Bedeutung des „Jahr 2000-Problems“ für die konjunkturelle Entwicklung

Als „Jahr 2000-Problem“ oder „Millennium Bug“ wird bezeichnet, daß viele Computer und elektronische Geräte aus technischen Gründen – Jahreszahlen werden nur durch die letzten beiden Ziffern repräsentiert – beim kommenden Jahreswechsel Funktionsstörungen entwickeln können, weil sie z. B. das Jahr 2000 als 1900 identifizieren.<sup>4</sup> Zuweilen werden massive Beeinträchtigungen der Produktion infolge von Fehlfunktionen oder des Ausfalls computergestützter Systeme befürchtet (Yardeni 1998). In den vergangenen Jahren ist die Aufmerksamkeit verstärkt auf das Problem gelenkt worden, und es werden zunehmend Anstrengungen unternommen, um bestehende Einrichtungen zu testen und gegebenenfalls nachzurüsten; dies geschieht besonders intensiv in dem für Systemstörungen besonders anfälligen Finanzsektor (Ferguson 1999).

Für die Konjunktur dürfte der „Millennium Bug“ im laufenden Jahr tendenziell anregend wirken, da zusätzliche Investitionen vorgenommen oder geplante Investitionen vorgezogen sowie Dienstleistungen im Zuge der Umrüstung bestehender Anlagen nachgefragt werden. Für das Jahr 2000 sind die Effekte schwieriger vorherzusagen. Eine massive Störung der Produktionsabläufe erscheint angesichts der fortschreitenden Maßnahmen und der großen einzelwirtschaftlichen Anreize, den Zusammenbruch von Systemen zu vermeiden, wenig wahrscheinlich, auch wenn man die weltweite Vernetzung berücksichtigt. Kleinere Produktionsausfälle in der Art, wie sie häufig durch Streiks oder Witterungseinflüsse hervorgerufen werden, werden erfahrungsgemäß in kurzer Zeit wieder aufgeholt. Selbst länger dauernde Beeinträchtigungen der Abläufe in gesamtwirtschaftlich wichtigen Sektoren haben in der Vergangenheit (beispielsweise im Bankensystem in Irland 1970 oder bei der Stromversorgung im Vereinigten Königreich 1974) keine nachhaltigen Spuren hinterlassen (OECD 1998b: 6, Box 1.1). Wir haben für die Prognose nennenswerte Auswirkungen des „Jahr 2000-Problems“ auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung nicht unterstellt.

<sup>4</sup> Vgl. hierzu ausführlich OECD (1998b).

hohe Expansionstempo hingegen deutlich abflachen. Der Produktionsanstieg in den Entwicklungs- und Schwellenländern bleibt im laufenden Jahr ähnlich gering wie im vergangenen; allerdings wird in einer zunehmenden Zahl von Krisenländern der Tiefpunkt der Entwicklung erreicht. Für das kommende Jahr erwarten wir eine deutliche Verstärkung des Aufwärtstrends.

In den Industrieländern insgesamt bleibt die Konjunktur bedingt durch den verringerten Produktionsanstieg in den Vereinigten Staaten auch im kommenden Jahr verhalten; das Bruttoinlandsprodukt wird sowohl 1999 wie im Jahr 2000 um knapp 2 vH zunehmen. Die Expansion der Weltwirtschaft wird im laufenden Jahr nur geringfügig höher sein als in den Industrieländern, im kommenden Jahr dürfte sie sich auf rund 3 vH verstärken. Bei dieser Entwicklung wird die Ausweitung des Welthandels mit rund 4 bzw. 5,5 vH ebenfalls moderat sein. Eine kräftige Erholung der Rohstoffpreise erscheint angesichts der nur mäßig steigenden globalen Nachfrage wenig wahrscheinlich. Allerdings sind weitere nennenswerte Rückgänge der Notierungen ebenfalls nicht zu erwarten, so daß die preisdämpfenden Wirkungen von den Rohstoffmärkten allmählich nachlassen. Gleichwohl wird der Verbraucherpreisanstieg in den Industrieländern in diesem wie im nächsten Jahr niedrig bleiben.

Nach wie vor gibt es erhebliche Unsicherheiten über den Fortgang der konjunkturellen Entwicklung. So besteht weiterhin das Risiko, daß sich die Stimmungslage in den Industrieländern durch eine weitere Verschlechterung des weltwirtschaftlichen Umfeldes oder erneute Turbulenzen an den Finanzmärkten markant eintrübt. Insbesondere würde eine kräftige konjunkturelle Abkühlung in den Vereinigten Staaten die Weltwirtschaft erheblich belasten. Eine solche Entwicklung halten wir – wie dargelegt – in Anbetracht der Fundamentalfaktoren und bei der absehbaren Wirtschaftspolitik für nicht wahrscheinlich. Neben den Risiken gibt es aber auch die Möglichkeit positiver Überraschungen. So könnte die erwartete Abflachung beim privaten Verbrauch in den Vereinigten Staaten geringer ausfallen als unterstellt, auch ist nicht auszuschließen, daß die Entwicklungs- und Schwellenländer schneller zu größerer Dynamik zurückkehren als angenommen. Ungewiß sind schließlich die wirtschaftlichen Auswirkungen des Jahrtausendwechsels durch mögliche Beeinträchtigungen der Funktion von elektronischen Geräten und Anlagen (Kasten). Wir haben unterstellt, daß die Effekte aus konjunktureller Sicht vernachlässigbar sind.

## Summary

### World Economy with Little Momentum

In 1998, the world economy has been shaken by a succession of crises in Asia, Russia and, most recently, in Brazil. The progressive deterioration of economic conditions in the emerging market economies was increasingly felt also in the industrial countries. Here, developments differed markedly. While in the United States, real GDP continued to increase rapidly, growth in Western Europe slowed down considerably towards the end of the year, and the recession in Japan deepened further. Total output in the industrial countries and in the world economy increased by a similar rate of some 2 percent.

#### *United States: No Bubble, No Burst*

Sometimes concern is raised that the US economy is in the midst of a speculative bubble that is likely to burst rather sooner than later, triggering a major recession in the world economy. With the rate of increase of core prices running steadily at 2.5 percent, overall inflationary developments do not support this view. Property prices are also rising only modestly, in line with core inflation, and the risk of the expansion of credit to the corporate sector being unsustainable due to an overly optimistic risk assessment has been reduced substantially following the re-evaluation of corporate bonds last autumn. Only stock prices currently seem to be overvalued to some extent, but as history has demonstrated a drop in equity prices does not necessarily translate into a recession. The main factor shaping the business cycle is monetary policy which currently is on an expansionary course. Although, the Fed can be expected to gradually tighten its stance in order to restrain monetary growth and prevent an acceleration of inflation, a switch to a restrictive course is rather unlikely at this stage. Given a more or less neutral stance

of monetary and fiscal policies, growth is projected to decelerate gradually during the current year, resulting in a year-over-year increase of GDP of 3.3 percent and 2 percent in 1999 and 2000, respectively.

#### *Japan: Some Light at the End of the Tunnel*

In 1998, Japanese GDP fell by an extraordinary 2.8 percent and has not yet bottomed. Since the rapid revaluation of the yen in October last year, a decline in exports has been adding to the weakness of private consumption and corporate investment. While the present situation is still gloomy, there have been developments recently that can be expected to result in a gradual recovery over this year and next. The reconstruction of the financial sector has begun and is making progress. Government stimulus is adding to demand, and the Bank of Japan is expected to expand the money stock more aggressively. Despite the considerable policy stimulus, however, real GDP in 1999 will shrink once again, if slightly, followed by low growth next year.

#### *Western Europe: Only Temporary Slowdown*

While economic activity in Western Europe has slowed down considerably in the course of 1998 mainly reflecting a substantial weakening of exports, the differences in the growth performance among countries have widened. Meanwhile, consumer prices decelerated further and remained virtually stable recently. Monetary policy is expected to maintain a moderate expansionary stance; given low inflation, key interest rates in Euroland are expected to remain at their low levels into the year 2000. In the United Kingdom and most other non-Euro countries, even further cuts in interest rates are likely. Fiscal policy continues to be neutral. Against this background, output growth will resume a higher pace centered on domestic demand. Real GDP in Western Europe will increase by 2 percent and 2.5 percent in 1999 and 2000, respectively.

#### *Gradual Recovery Outside the Industrial Countries*

There are a number of indications that suggest that the economies in *Asia* have bottomed out. Monetary conditions have been eased substantially, short-term interest rates in most countries being lower than before the crisis started. However, a rapid recovery is still not in the cards given that corporate restructuring has just begun.

In *Latin America*, the fall in raw material prices contributed to a substantial slowdown of economic activity over the past year. The main factor, however, has been a drastic increase in interest rates, particularly in Brazil, in order to stem capital outflows and protect the exchange rate. After the crawling peg finally was abandoned at the beginning of the year and the real went into a tailspin, prospects crucially hinge on a credible switch towards sustainable fiscal policies. In any case, a fall in Latin American output this year seems unavoidable.

Following the currency crisis and the collapse of the financial system last summer, economic activity in *Russia* declined steeply over the second half of the year. As a result, real GDP in 1998 is estimated to have fallen by 6 percent, and output is expected to contract further reflecting inadequate economic policies.

The *Central European transition countries* have so far been only modestly affected by the Russian crisis. Growth slowed down considerably, however, also due to the softening of demand from Western Europe and the effects of policies aimed at restraining domestic demand. GDP will expand at the current moderate rate for the time being, followed by an acceleration in the coming year.

### *Outlook: Gradual Recovery of the World Economy*

The differences in growth rates among the industrial countries will diminish considerably in 1999 and 2000. The Japanese recession is bottoming out, economic activity in Western Europe is strengthening after a temporary slowdown, and the boom in the United States is cooling down. Real GDP in the industrial countries is expected to rise by 2 percent in both this year and next. In the emerging market economies, a recovery is starting in an increasing number of countries. The average annual growth rate of world output will remain relatively sluggish at approximately 2 percent in 1999, however, but rise to 3 percent in 2000. Given still modest global demand, raw material prices are not expected to rebound substantially. Consumer price inflation will remain low.

### **Literaturverzeichnis**

- Bank of England (1999). *Inflation Report*. Februar. London.
- Boone, L., C. Giorno und P. Richardson (1998). Stock Market Fluctuations and Consumption Behaviour: Some Recent Evidence. Working Papers 208. OECD Economics Department, Paris.
- Choy, J. (1999). Push to Resolve Bad Loans Drives Banking Industry Realignment. *Japan Economic Institute Report* (4B): 4-9.
- CBO (Congress of the United States Congressional Budget Office) (1997). *The Economic and Budget Outlook*. Fiscal Years 1998-2007. Washington, D.C.
- DIW et al. (1998). Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung, Berlin, Institut für Wirtschaftsforschung Halle, Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel: Die wirtschaftliche Lage Rußlands. Krise offenbart Fehler der Wirtschaftspolitik. Dreizehnter Bericht. Kieler Diskussionsbeiträge 330/331. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- Dueker, M. (1998). Risk Premiums among Corporate Bonds. The Federal Reserve Bank of St. Louis. *Monetary Trends*. November.
- EZB (Europäische Zentralbank) (1999). *Monatsbericht*. Februar. Frankfurt am Main.
- Ferguson, R. W. (1999). Mr. Ferguson Remarks on the International Millennium Challenge. *Bank for International Settlements Review* (8). 22. Januar.
- Federal Reserve Board (1999). *The Beige Book*. Januar. Washington, D.C.
- Gern, K.-J., J. Scheide, M. Schlie und H. Strauß (1998a). Verhaltener Produktionsanstieg in den Industrieländern. *Die Weltwirtschaft* (4): 343-377.

- Gern, K.-J., J. Gottschalk, J. Scheide, M. Schlie und H. Strauß (1998b). Gedämpfte Expansion in den Industrieländern. *Die Weltwirtschaft* (3): 207–243.
- (1998c). Industrieländer: Deutliche Unterschiede in der konjunkturellen Dynamik. *Die Weltwirtschaft* (2): 121–138.
- Godley, W. (1999). The US Economy: An Impossible Balancing Act. *The Financial Times*, 19. Februar.
- Hale, D. (1999). US Cycle Theory. *The Financial Times*, 17. Februar.
- IWF (1998). *World Economic Outlook and International Capital Markets. Interim Assessment*. Dezember. Washington, D.C.
- (1999). *International Financial Statistics*. Februar. Washington, D.C.
- Krugman, P. R. (1998). Japan's Trap. <http://web.mit.edu/krugman/www/japtrap.html>
- Levy, M. D. (1999). The US Economy Is Safe From a Savings Crisis. *The Wall Street Journal of Europe*, 6. Februar.
- Nikkei Weekly (1999). *Stern Rules for Bank Cleanup Win Support*. 1. Februar.
- OECD (1998a). *Economic Outlook*. Dezember. Paris.
- (1998b). The Year 2 000 Problem: Impacts and Actions. <http://www.ioecd.org/puma/gvrnance/it/y2k.htm>
- (1999). *Main Economic Indicators*. Februar. Paris.
- Scheide, J. (1998). Central Banks: No Reason to Ignore Money. Kieler Diskussionsbeiträge 316. Institut für Weltwirtschaft, Kiel.
- U.S. Department of Commerce (1999). *Survey of Current Business*. Januar. Washington, D.C.
- Yardeni, E. (1998). Could Y2K Cause a Global Recession? *Fortune*, 12. Oktober.