

Fritz Breuss, Markus Marterbauer\*)

# Weltkonjunktur im Aufschwung

**D**as internationale Konjunktur- und Weltbild hat sich im Verlauf des Jahres 1994 deutlich aufgehellt. 1993 und Anfang 1994 war der Konjunkturverlauf deutlich asynchron. Nun gleichen sich die Wachstumsraten zunehmend an. In den USA flacht die Hochkonjunktur aufgrund endogener zyklischer Faktoren und geldpolitischer Maßnahmen ab. In Europa hat der vom Außenhandel getragene Konjunkturaufschwung eine bemerkenswerte Dynamik entwickelt. Trotz erheblicher dämpfender Einflüsse von seiten des Zinsniveaus und der Fiskalpolitik wird er in den kommenden zwei Jahren anhalten. Die Wachstumsraten von 3% (1995) und 3¼% (1996) reichen allerdings nicht aus, um die Arbeitslosigkeit in Europa merklich zu senken. Starke Impulse gehen vom asiatischen Raum aus. Der Boom in Südostasien hält an, und Japans Wirtschaft findet 1995 zu den gewohnten Wachstumsraten zurück.

## Hohes Beschäftigungswachstum in den USA

Mit Ausnahme der USA wird sich in vielen Ländern das Wachstum im Jahr 1995 beschleunigen, im Durchschnitt von etwa 2¼% auf 3%. Auf dem Arbeitsmarkt wird sich dadurch die Lage entschärfen, aber nicht durchgreifend verbessern. Die Beschäftigung nimmt in den OECD-Ländern 1995 und 1996 jeweils um etwas mehr als 1% zu. Für eine deutliche Reduktion der Arbeitslosigkeit ist das Wirtschaftswachstum allerdings noch zu gering. Es wird nur mit einem geringfügigen Rückgang der Arbeitslosenquote in den Industrieländern von 8% (1994) auf 7¼% (1995) und 7½% (1996) gerechnet. In den einzelnen Ländern verläuft die Entwicklung dabei recht unterschiedlich.

Das kräftigste Beschäftigungswachstum weisen die USA auf: 1993 und 1994 wurden fast 5 Mill. neue Arbeitsplätze zum weitaus überwiegenden Teil im privaten Sektor geschaffen. Seit Herbst 1993 nimmt auch die Industriebeschäftigung merklich zu, die durchschnittliche Arbeitszeit in der Industrie ist mit über 42 Stunden pro Woche nach

**Das Wirtschaftswachstum erreicht in den Industrieländern 1995 3%. Der Aufschwung gewinnt in Europa an Breite, Japans Wirtschaft erholt sich aus einer schweren Rezession. In den USA klingt die Hochkonjunktur langsam ab. Für einen deutlichen Abbau der Arbeitslosigkeit ist die Wachstumsdynamik allerdings vor allem in Europa noch zu gering. Inflationsdruck könnte nur in den USA auftreten, sonst bleibt der Preisanstieg gedämpft. Das hohe Zinsniveau kann zwar nicht den Aufschwung selbst, jedoch dessen mittelfristigen Bestand gefährden.**

wie vor hoch. Sehr rasch sinkt auch die Arbeitslosenquote: seit Jänner 1994 saisonbereinigt um mehr als 1 Prozentpunkt auf 5,6%. Sie kommt damit der NAIRU relativ nahe, jener Arbeitslosenquote, deren Unterschreiten inflationäre Effekte auslösen kann. Bisher blieb der Lohn- und Preisdruck allerdings sehr mäßig. Eine weitere Senkung der Arbeitslosigkeit (derzeit sind etwa 7,3 Mill. — vor allem Jugendliche und Schwarze — arbeitslos) sollte in erster Linie durch Strukturmaßnahmen wie ver-

## Wirtschaftswachstum

## Übersicht 1

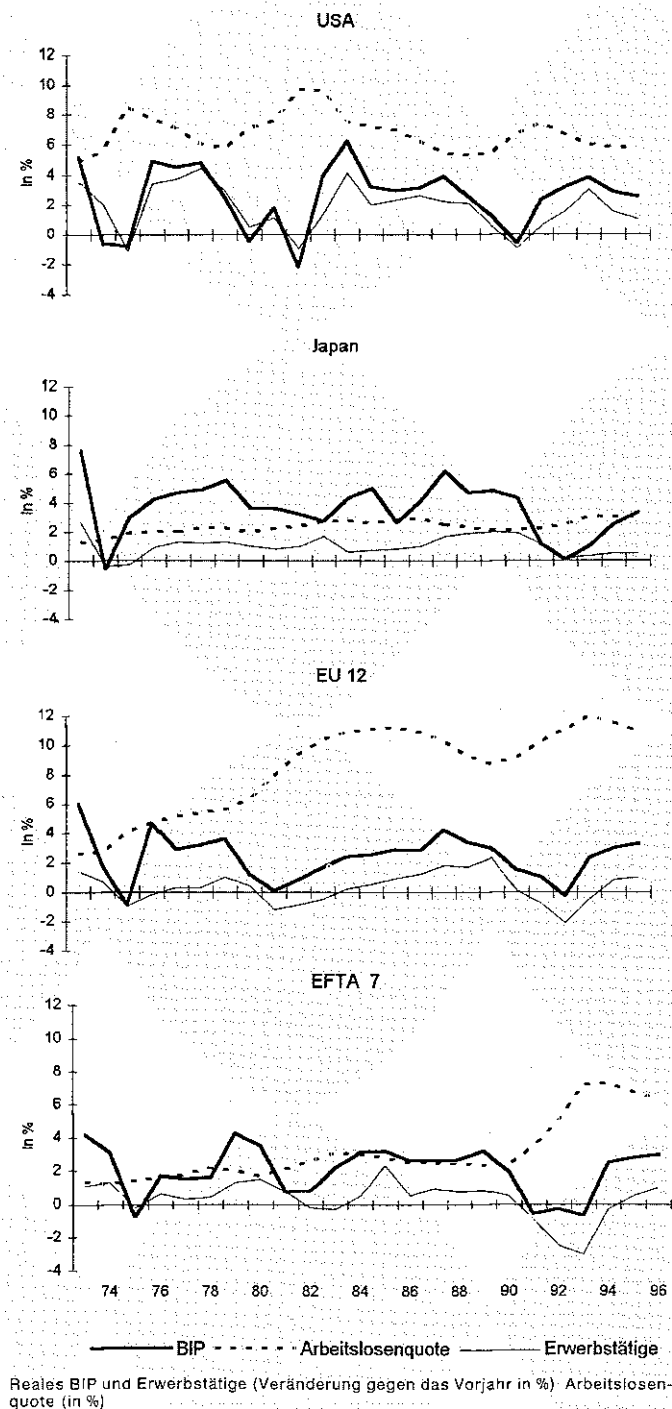
|                        | Gewicht <sup>1)</sup> | Brutto-Inlandsprodukt                   |       |       |       |
|------------------------|-----------------------|-----------------------------------------|-------|-------|-------|
|                        |                       | 1993                                    | 1994  | 1995  | 1996  |
|                        |                       | Veränderung gegen das Vorjahr in % real |       |       |       |
| USA                    | 37,5                  | + 3,1                                   | + 3,8 | + 2,8 | + 2,5 |
| Japan                  | 15,5                  | + 0,1                                   | + 1,0 | + 2,5 | + 3,3 |
| Deutschland            | 9,1                   | — 1,1                                   | + 2,8 | + 3,0 | + 3,5 |
| Frankreich             | 6,8                   | — 1,0                                   | + 2,3 | + 3,3 | + 3,3 |
| Italien                | 6,4                   | — 0,7                                   | + 1,5 | + 2,8 | + 3,0 |
| Großbritannien         | 6,0                   | + 2,0                                   | + 3,3 | + 3,0 | + 3,0 |
| Kanada                 | 3,4                   | + 2,2                                   | + 4,0 | + 4,0 | + 3,8 |
| Große Industrieländer  | 84,6                  | + 1,4                                   | + 2,8 | + 3,0 | + 3,0 |
| Spanien                | 3,2                   | — 1,0                                   | + 1,8 | + 2,8 | + 3,3 |
| Australien             | 1,9                   | + 3,8                                   | + 4,5 | + 4,0 | + 4,0 |
| Niederlande            | 1,6                   | + 0,4                                   | + 2,0 | + 3,0 | + 3,3 |
| Türkei <sup>2)</sup>   | 1,4                   | + 5,9                                   | — 4,0 | + 4,0 | + 5,5 |
| Belgien                | 1,2                   | — 1,3                                   | + 2,0 | + 2,8 | + 3,0 |
| Schweiz                | 1,0                   | — 0,6                                   | + 1,8 | + 2,3 | + 3,0 |
| Schweden               | 0,9                   | — 2,1                                   | + 1,8 | + 2,0 | + 2,3 |
| Österreich             | 0,9                   | — 0,1                                   | + 2,8 | + 3,0 | + 2,8 |
| Dänemark               | 0,6                   | + 1,4                                   | + 4,3 | + 3,3 | + 2,8 |
| Portugal               | 0,6                   | — 0,5                                   | + 1,0 | + 2,5 | + 3,0 |
| Finnland               | 0,5                   | — 2,8                                   | + 3,5 | + 5,0 | + 4,0 |
| Griechenland           | 0,5                   | — 0,1                                   | + 1,0 | + 1,5 | + 2,0 |
| Norwegen               | 0,5                   | + 2,2                                   | + 4,5 | + 2,5 | + 2,5 |
| Neuseeland             | 0,3                   | + 4,4                                   | + 5,0 | + 3,5 | + 3,0 |
| Irland                 | 0,3                   | + 4,2                                   | + 5,0 | + 5,5 | + 5,0 |
| Luxemburg              | 0,1                   | + 0,3                                   | + 2,5 | + 3,3 | + 3,5 |
| Island                 | 0,0                   | + 0,9                                   | + 2,0 | + 1,5 | + 2,0 |
| Kleine Industrieländer | 15,4                  | + 0,7                                   | + 2,0 | + 3,0 | + 3,5 |
| OECD insgesamt         | 100,0                 | + 1,3                                   | + 2,8 | + 3,0 | + 3,0 |
| OECD-Europa            | 41,4                  | — 0,2                                   | + 2,3 | + 3,0 | + 3,3 |
| EU 12                  | 36,3                  | — 0,3                                   | + 2,3 | + 3,0 | + 3,3 |
| EFTA 7                 | 3,8                   | — 0,7                                   | + 2,5 | + 2,8 | + 2,8 |

Q: OECD, IMF, nationale und eigene Schätzungen. — <sup>1)</sup> In % des OECD-BIP 1992 in Kaufkraftparitäten. — <sup>2)</sup> Brutto-Nationalprodukt.

\*) Die Aufbereitung der statistischen Daten betreute Waltraud Popp

## Wirtschaftswachstum und Arbeitsmarkt

Abbildung 1



stärkte Bildungs- und Vermittlungsanstrengungen erzielt werden.

## Arbeitslosigkeit sinkt in Europa nur langsam

In Europa<sup>1)</sup> reagieren die Arbeitsmärkte träger auf die Belebung der Konjunktur: 1994 war die Zahl der Beschäftigten noch stark rückläufig (–1¼%). Erst 1995 kann mit

## Arbeitslosenquote und Inflation

## Übersicht 2

|                              | Arbeitslosenquote <sup>1)</sup> |      |      |      | Verbraucherpreise <sup>2)</sup>    |        |       |       |
|------------------------------|---------------------------------|------|------|------|------------------------------------|--------|-------|-------|
|                              | 1993                            | 1994 | 1995 | 1996 | 1993                               | 1994   | 1995  | 1996  |
|                              | in %                            |      |      |      | Veränderung gegen das Vorjahr in % |        |       |       |
| USA                          | 6,7                             | 6,0  | 5,8  | 5,8  | +3,0                               | +2,5   | +3,3  | +3,3  |
| Japan                        | 2,5                             | 3,0  | 3,0  | 3,0  | +1,1                               | +0,5   | +0,5  | +0,5  |
| Deutschland                  | 8,8                             | 9,8  | 9,3  | 8,8  | +4,1                               | +3,0   | +2,5  | +2,5  |
| Frankreich <sup>3)</sup>     | 11,7                            | 12,5 | 12,3 | 11,8 | +2,1                               | +1,8   | +1,8  | +1,8  |
| Italien <sup>3)</sup>        | 10,4                            | 11,8 | 11,8 | 11,5 | +4,5                               | +4,0   | +3,0  | +2,5  |
| Großbritannien <sup>3)</sup> | 10,3                            | 9,5  | 8,8  | 8,0  | +1,6                               | +2,5   | +2,5  | +2,8  |
| Kanada                       | 11,2                            | 10,5 | 10,0 | 9,5  | +1,8                               | +0,3   | +1,5  | +1,8  |
| Große Industrieländer        | 7,3                             | 7,3  | 7,0  | 6,8  | +2,7                               | +2,3   | +2,5  | +2,5  |
| Spanien <sup>3)</sup>        | 22,7                            | 24,3 | 24,0 | 23,5 | +4,6                               | +4,8   | +3,8  | +3,0  |
| Australien                   | 10,9                            | 10,0 | 9,0  | 8,0  | +1,8                               | +1,8   | +3,0  | +3,5  |
| Niederlande <sup>3)</sup>    | 8,3                             | 9,5  | 8,8  | 8,5  | +2,6                               | +2,8   | +2,5  | +2,8  |
| Türkei                       | 8,7                             | 12,5 | 13,5 | 14,0 | +68,1                              | +105,0 | +40,0 | +25,0 |
| Belgien <sup>3)</sup>        | 9,6                             | 10,3 | 9,8  | 9,0  | +2,7                               | +2,5   | +2,3  | +2,3  |
| Schweiz                      | 4,5                             | 4,8  | 4,0  | 3,5  | +3,3                               | +0,8   | +2,5  | +1,8  |
| Schweden                     | 8,2                             | 8,0  | 8,0  | 7,8  | +4,6                               | +2,3   | +3,3  | +2,0  |
| Österreich                   | 4,3                             | 4,3  | 4,2  | 4,3  | +3,6                               | +2,9   | +2,5  | +2,7  |
| Dänemark <sup>3)</sup>       | 12,3                            | 12,3 | 11,3 | 10,5 | +1,2                               | +2,0   | +2,5  | +3,0  |
| Portugal <sup>3)</sup>       | 5,5                             | 6,8  | 7,0  | 7,0  | +6,5                               | +5,5   | +4,3  | +4,0  |
| Finnland                     | 17,7                            | 18,5 | 16,5 | 14,8 | +2,2                               | +1,0   | +1,5  | +2,0  |
| Griechenland <sup>3)</sup>   | 9,6                             | 10,5 | 10,8 | 10,8 | +14,4                              | +11,0  | +8,8  | +6,5  |
| Norwegen                     | 6,0                             | 5,5  | 5,3  | 4,8  | +2,3                               | +1,3   | +2,0  | +2,0  |
| Neuseeland                   | 9,5                             | 8,3  | 7,8  | 7,5  | +1,3                               | +1,5   | +2,0  | +1,8  |
| Irland <sup>3)</sup>         | 15,8                            | 15,3 | 14,3 | 13,8 | +1,4                               | +2,3   | +2,5  | +3,0  |
| Luxemburg <sup>3)</sup>      | 1,9                             | 2,5  | 2,3  | 2,0  | +3,6                               | +2,3   | +2,0  | +2,3  |
| Island                       | 4,3                             | 4,8  | 5,0  | 5,3  | +4,1                               | +1,5   | +1,8  | +1,8  |
| Kleine Industrieländer       | 11,7                            | 12,5 | 12,0 | 11,8 | +9,6                               | +12,8  | +6,5  | +5,0  |
| OECD insgesamt               | 7,9                             | 8,0  | 7,8  | 7,5  | +3,7                               | +3,8   | +3,0  | +3,0  |
| OECD-Europa                  | 10,7                            | 11,5 | 11,3 | 10,8 | +5,4                               | +6,5   | +4,0  | +3,3  |
| EU 12                        | 11,1                            | 12,0 | 11,5 | 11,0 | +3,4                               | +3,3   | +2,8  | +2,5  |
| EFTA 7                       | 7,2                             | 7,3  | 6,8  | 6,3  | +3,4                               | +1,8   | +2,5  | +2,3  |

Q: OECD IMF, EG: nationale und eigene Schätzungen. — <sup>1)</sup> in Prozent der Erwerbspersonen. — <sup>2)</sup> Neue Gewichtung mit Anteilen am privaten Konsum in Kaufkraftparitäten; Inflationsrate ohne Türkei: OECD insgesamt 1993 +2,8% (OECD-Europa +3,4%), 1994 +2,3% (+3,0%), 1995 +2,5% (+2,8%) und 1996 +2,5% (+2,5%) — <sup>3)</sup> Berechnung der Arbeitslosenquote auf Basis der EU-Arbeitskräfteerhebung siehe Methoden und Definitionen der Arbeitskräfteerhebung Eurostat 1988.

einem leichten Anstieg gerechnet werden (+¾%). Die Arbeitslosenquote erhöhte sich in den europäischen OECD-Ländern 1994 um ¾ Prozentpunkte auf 11½% und wird in der Folge nur sehr langsam zurückgehen. Überdurchschnittlich hoch bleibt die Arbeitslosigkeit in Spanien, Irland und Frankreich. Am stärksten stieg sie in den letzten Jahren in den skandinavischen Ländern. Sie werden in Zukunft mit dem für Europa typischen Phänomen zu kämpfen haben, daß einmal entstandene Arbeitslosigkeit nur unter sehr günstigen Umständen rückführbar ist.

Auch in Deutschland wurde die zügige Konjunkturerholung von den Unternehmen primär zu Produktivitätserhöhungen genutzt. Die Beschäftigung sank 1994 noch um fast 1%, während der gesamtwirtschaftliche Produktivitätszuwachs 3¾% betrug. Erst bei anhaltendem Aufschwung ist mit dem Einsetzen eines stärkeren Beschäftigungswachstums zu rechnen. Die Arbeitslosenquote lag 1994 in Westdeutschland mit 8¾% um fast 3 Prozentpunkte über dem Wert des Hochkonjunkturjahres 1991. In Ostdeutschland wächst die Industrieproduktion — strukturbedingt — nahezu ohne Beschäftigungseffekte; die Beschäftigungszunahme beschränkt sich auf den Dienstleistungsbereich. Insgesamt sind die Wachstumsraten zur Zeit noch zu

<sup>1)</sup> Unabhängig von der EU-Erweiterung von 12 auf 15 Länder mit 1. Jänner 1995 und der entsprechenden Verringerung der EFTA auf 4 Länder werden für diese beiden Aggregate jeweils die bisher geltenden Definitionen verwendet.

## Entwicklung der Weltmarktrohstoffpreise

HWWA-Index

Übersicht 3

|                               | Gewicht<br>in % | 1993<br>Veränderung<br>in % | 1994<br>Veränderung<br>in % | 1995<br>Veränderung<br>in % |
|-------------------------------|-----------------|-----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| Insgesamt                     | 100,0           | -10                         | + 4                         | +14                         |
| Ohne Energierohstoffe         | 36,8            | - 9                         | +19                         | +15                         |
| Nahrungs- und Genußmittel     | 15,9            | + 3                         | +27                         | +11                         |
| Getreide                      | 4,6             | - 3                         | + 7                         | - 2                         |
| Ölsaaten, Öle                 | 2,9             | + 5                         | + 6                         | - 2                         |
| Genußmittel, Zucker           | 8,4             | + 6                         | +47                         | +20                         |
| Industrierohstoffe            | 20,9            | -14                         | +16                         | +17                         |
| Agrarische Industrierohstoffe | 10,2            | -16                         | +21                         | +20                         |
| NE-Metalle                    | 6,1             | -16                         | +15                         | +17                         |
| Eisenerz, Schrott             | 4,6             | - 5                         | + 5                         | +11                         |
| Energierohstoffe              | 63,2            | -10                         | - 3                         | +13                         |
| Kohle                         | 5,5             | - 3                         | + 4                         | + 7                         |
| Roil                          | 57,7            | -11                         | - 4                         | +14                         |

Q: HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung, Hamburg; auf Dollarbasis, gewichtet mit Warenimporten der Industrieländer. Prognose 1994-1995: AIECE Arbeitsgruppe für Weltmarktpreise

gen Steigerungsraten 1995 ist mit anhaltendem Preisauftrieb zu rechnen. Für Europa und Japan wurde die Preissteigerungstendenz durch die Dollarschwäche etwas gemildert. Stärkere Angebotsanpassungen sollten die Rohstoffhaussie ab 1996 abschwächen. Von angebotsseitigen Beschränkungen sind die Preise von Nahrungs- und Genußmitteln 1994 und 1995 bestimmt; witterungsbedingte Ausfälle in der brasilianischen Kaffee-Ernte haben ein hohes Gewicht. Mit einer Preisberuhigung ist auf den Nahrungsmittelmärkten erst 1996 zu rechnen.

Angebotsfaktoren sind auch eine wichtige Determinante des Erdölpreises. Die anhaltenden Lieferschwierigkeiten in den GUS-Staaten und das UNO-Embargo gegen den Irak wirken hier beschränkend. In der OPEC herrscht anhaltende Uneinigkeit über die Förderquoten. Die im Zuge des Konjunkturaufschwungs anziehende Nachfrage sollte deshalb die Erdölpreise steigen lassen, sofern das Angebot nicht entsprechend ausgeweitet wird. In realer Rechnung liegt der Erdölpreis derzeit auf dem Niveau zu Beginn der ersten Erdölpreiskrise 1973. Das WIFO nimmt an, daß der Erdölpreis 1995 und 1996 mit 16 \$ bis 17 \$ je Barrel höher sein wird als 1994 (rund 15 \$).

niedrig, um auf dem Arbeitsmarkt in größerem Ausmaß entlastend zu wirken. Nur länger anhaltende Wachstumsphasen mit höherer Dynamik, als sie sich zur Zeit abzeichnen, werden die Arbeitslosenquote auf das Niveau von Anfang der neunziger Jahre senken können.

## Inflationsdruck bleibt verhalten

Die Belebung der Weltkonjunktur erfolgt ohne starken Druck von der Inflationsseite. Selbst in Ländern, deren Wirtschaft im Konjunkturzyklus schon weiter fortgeschritten ist, beschleunigt sich die Inflation nicht. In den USA bleibt der Anstieg der Verbraucherpreise weiter unter einer Jahresrate von 3% (Oktober 2,6%). Trotz hoher Kapazitätsauslastung und sinkender Arbeitslosigkeit steigen Produzentenpreise und Löhne mäßig. Nur die Vorleistungs- und Importpreise ziehen rascher an. Die kurzfristigen Zinssätze (Federal Funds Rate) wurden seit Jahresbeginn um 2½ Prozentpunkte erhöht, um eine mögliche Inflationsbeschleunigung präventiv zu bekämpfen. Geldpolitische Maßnahmen beeinflussen freilich die effektive Nachfrage üblicherweise erst mit großer Verzögerung — nach empirischen Schätzungen um bis zu 18 Monate. Dies birgt die Gefahr von zinspolitischen Überreaktionen.

Noch geringer ist der Inflationsdruck in Europa. Die durchschnittliche Inflationsrate lag 1994 in der EU bei 3¼%. Vor allem der inländische Kostenauftrieb ist in den meisten Ländern ausgesprochen schwach. Die Lohnerhöhungen fallen aufgrund der Ungleichgewichtssituation auf dem Arbeitsmarkt gedämpft aus. Auch für 1995 und 1996 wird mit einer kontinuierlich sinkenden Inflationsrate gerechnet.

Einzig die Rohstoffpreise wiesen 1994 stärkere Zuwachsraten auf. Im Zuge des Konjunkturaufschwungs in den Industrieländern erhöhte sich die Nachfrage nach Industrierohstoffen deutlich, ohne daß das Angebot rasch genug hätte reagieren können. Die Phase sinkender Industrierohstoffpreise seit Beginn der neunziger Jahre wich zweistelli-

## Gefährdet hohes Zinsniveau den Konjunkturaufschwung?

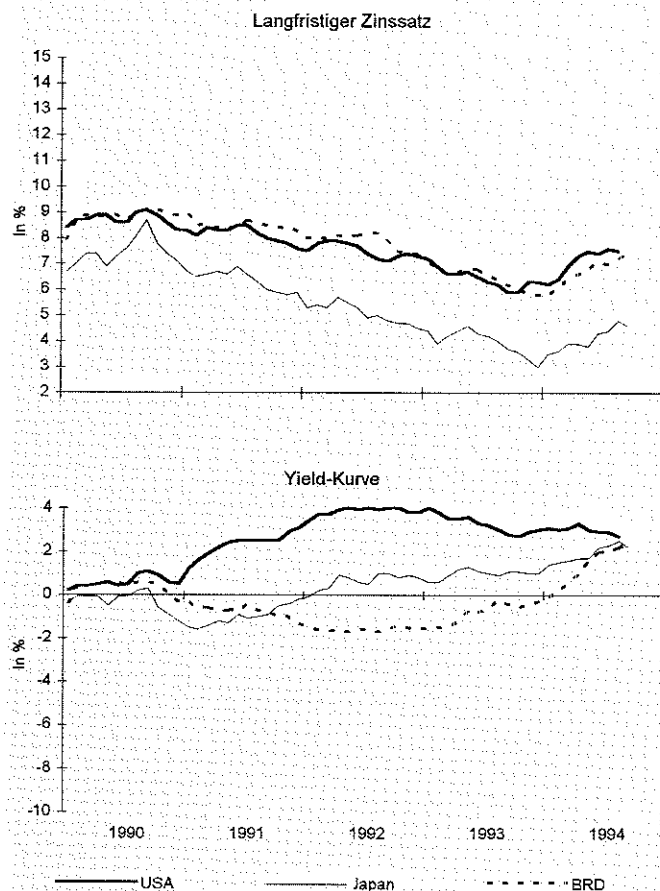
Ein wesentliches Charakteristikum der internationalen Wirtschaftsentwicklung 1994 ist der rasche und vielfach unerwartete Anstieg des langfristigen Zinsniveaus. Trotz der unterschiedlichen Position der einzelnen Länder im Konjunkturzyklus betraf diese Entwicklung alle Volkswirtschaften, wenngleich in unterschiedlichem Ausmaß. In den europäischen Hartwährungsländern und in Japan stiegen die nominellen Zinsen seit Jahresbeginn um gut 1,5 Prozentpunkte, in den USA etwas stärker. Dagegen erhöhten sich die langfristigen Zinsen in einigen traditionellen Abwertungsländern mit hohem Staatsdefizit (Schweden, Italien) um bis zu 5 Prozentpunkte.

Für die Ursachen dieses Zinsanstiegs konnte international keine überzeugende und einhellige Erklärung gefunden werden. Diskutiert wird eine Reihe zum Teil sehr traditioneller, zum Teil neuer Determinanten. Zunächst wird oft auf die steigende Kapitalnachfrage im Konjunkturaufschwung verwiesen, die mit den aus der Rezession ererbten hohen öffentlichen Defiziten um das Kapitalangebot konkurriert. Die steigende Investitionstätigkeit im Konjunkturaufschwung sollte andererseits aber auch das Kapitalangebot nach oben anpassen. Eine traditionelle Erklärung liefern auch die steigenden Inflationserwartungen, die die Anleger zu höheren Risikoprämien veranlassen könnten. Die restriktive Geldpolitik in den USA und der weit von Überhitzung entfernte Aufschwung in Europa relativieren dieses Argument.

Eine wichtige Ursache der Zinsentwicklung in den USA und zum Teil auch in Europa ist das geänderte Anlegerverhalten japanischer Investoren. Der Netto-Kapitalabfluß aus Japan ins Ausland ist drastisch gesunken. Die großen Anlagefonds dürften 1994 nur noch 14 Mrd. \$ in ausländischen Wertpapieren angelegt haben, im Vergleich zu

## Zinsvergleich: USA, Japan, BRD

Abbildung 2



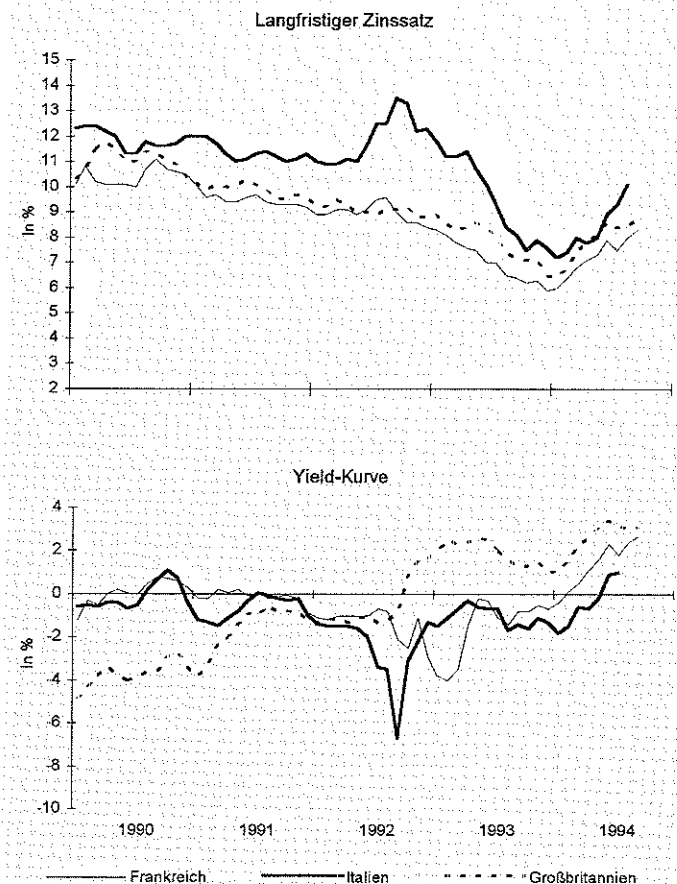
Yield-Kurve: Differenz zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen.

knapp 80 Mrd. \$ im Vorjahr und fast 140 Mrd. \$ 1987. Neben der starken Yen-Aufwertung und der schwierigen binnenwirtschaftlichen Entwicklung hängt dies auch mit geänderten Anlagevorschriften zusammen (höhere Eigenkapitalunterlegung für ausländische Anlagen japanischer Versicherungsgesellschaften als für inländische, Abschaffung der Drei-Monate-Sperrfrist für den Kauf von Yen-Neuemissionen usw.).

Zunehmend werden die starke Verunsicherung und die damit zusammenhängende Instabilität der Finanzmärkte als wichtige Determinante der Zinsentwicklung angesehen. Die internationalen Kapitalmärkte haben ein Volumen und Transaktionsgeschwindigkeiten erreicht, die das „Eigenleben der Finanzmärkte“ als Determinante gegenüber ökonomischen Fundamentaldaten überwiegen läßt. Internationale Organisationen (BIZ, IMF, Group of Ten) betonen immer wieder das steigende Systemrisiko, das vor allem vom raschen Wachstum der derivativen Märkte (Optionen, Swaps, Futures) ausgeht. Die große Verunsicherung auf den Märkten drückt sich demzufolge auch in höheren Risikoprämien aus. Der regulatorische Rahmen des internationalen Finanzmarktgeschehens ist zunehmend inadäquat geworden. Zur Verunsicherung trug nach Meinung vieler Beobachter im laufenden Jahr auch die Politik einiger Zentralbanken bei. Der abrupte und kräftig ausgefallene Wechsel zu einer restriktiven Geldpolitik in den USA war ein Auslöser für den Anstieg der Kapitalmarktzinsen. Auch in mehreren europäischen Ländern (Großbrit-

## Zinsvergleich: Frankreich, Italien, Großbritannien

Abbildung 3



Yield-Kurve: Differenz zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen.

tannien, Schweden) wurde die zinspolitische Wende eingeleitet. Die Deutsche Bundesbank hat von den Fundamentaldaten her mögliche Zinssenkungen mit dem Hinweis auf die Geldmengenentwicklung nicht vorgenommen. Dies ließ Unsicherheiten über ihre geldpolitische Orientierung entstehen. Andere europäische Länder zogen eine Stabilisierung der Wechselkurse im EWS einer stärker konjunkturpolitisch orientierten Geldpolitik vor.

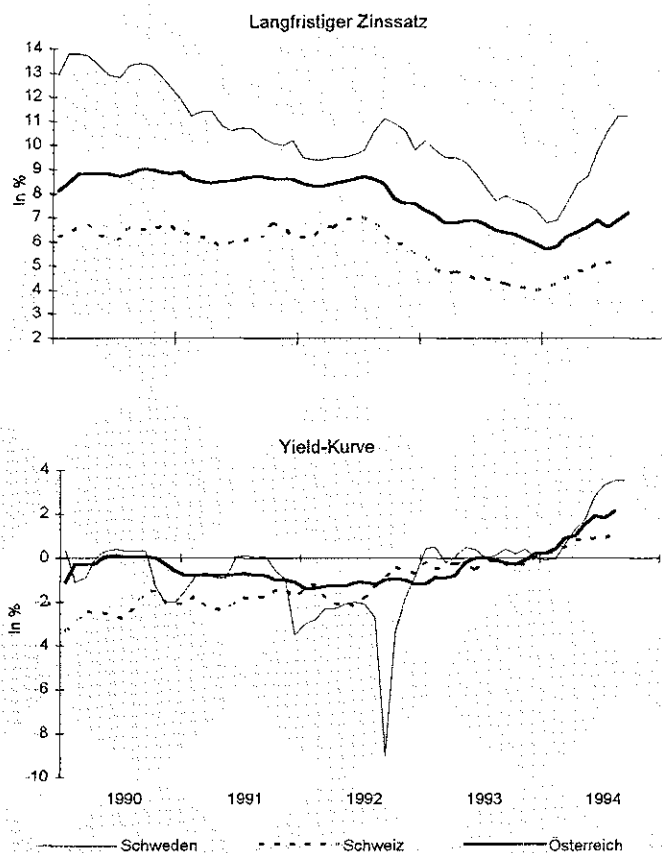
Im Laufe des Jahres 1994 kumulierten und verstärkten sich verschiedene Ursachen für den Anstieg der langfristigen Zinsen. Infolge der internationalen Liberalisierung des Kapitalverkehrs werden zudem Entwicklungen auf den Finanzmärkten rasch international übertragen. Ein Abkoppeln vom Zinstrend scheint auch bei unterschiedlicher Konjunkturentwicklung und flexiblen Wechselkursen nur noch eingeschränkt möglich zu sein.

**Das hohe Zinsniveau bedeutet keine unmittelbare Gefahr für den Aufschwung. Mittelfristig kann es aber zu einer Verflachung des Wachstums führen.**

Von zentraler Bedeutung ist die Frage der Auswirkungen des hohen Nominalzinsniveaus auf die Konjunkturentwicklung. Das hohe Nominalzinsniveau bedeutet unmittelbar sicher keine Gefahr für den Konjunkturaufschwung insbesondere in Europa. Die gute Liquiditätssituation in den Unternehmen, die hohen Sachkapitalrenditen, die optimistischen Erwartungen der Unternehmer und die Stärkung der

# Zinsvergleich: Schweden, Schweiz, Österreich

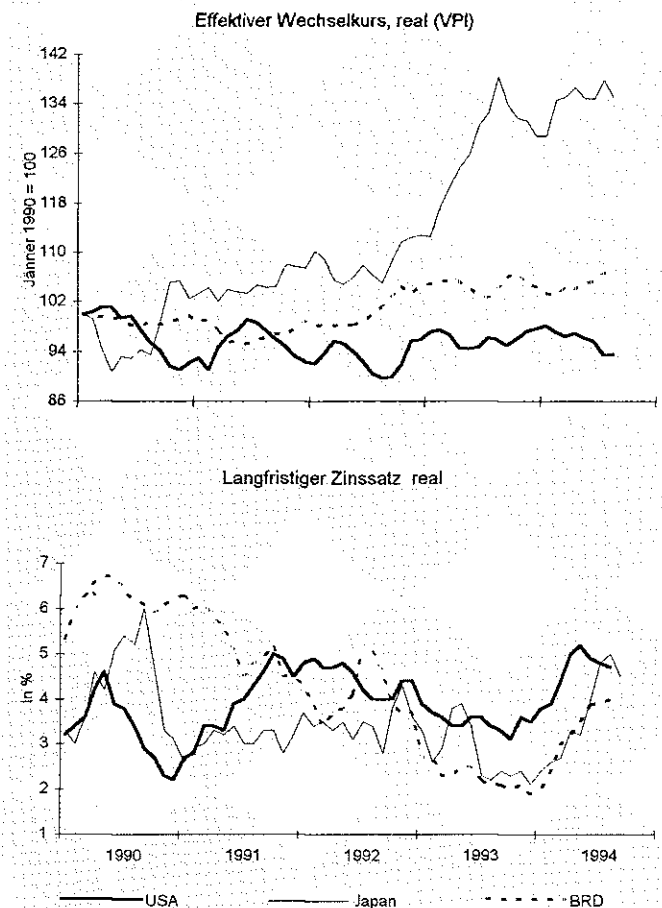
Abbildung 4



Yield-Kurve: Differenz zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen.

# Wechselkurse und Zinsentwicklung

Abbildung 5



Nachfrage sind in der Aufschwungphase die wichtigsten Determinanten der Investitionsentscheidungen. Differenzierter sind die mittelfristigen Effekte einzuschätzen. Hier besteht durchaus die Gefahr einer anhaltenden Verflachung des Wirtschaftswachstums. Die Unternehmen können nur kurzfristig den hohen Kapitalkosten angemessene Sachkapitalrenditen erzielen, die steigenden Zinseinkommen gehen zum geringen Teil in den Konsum und haben kaum Nachfragewirkungen.

Konjunkturpolitisch werden die weitere Zinspolitik und der Trend der langfristigen Zinsen von entscheidender Bedeutung sein. Vor allem aber bedeuten die hohen langfristigen Zinsen eine schwere Belastung für die öffentlichen Haushalte und könnten diese zu einer weiteren Restriktion der Fiskalpolitik mit negativen Konjunkturreffekten veranlassen. Immer deutlicher wird, daß die öffentlichen Defizite kurzfristig Ergebnis der Rezession, längerfristig aber auch eine Folge des hohen Zinsniveaus sind, das Konsolidierungsbemühungen erheblich erschwert.

## Unsicherheiten über die Wechselkursentwicklung

Auch die Entwicklung der Wechselkurse zwischen den bedeutendsten Währungen der Welt ist von der Unsicherheit und Instabilität auf den Finanzmärkten geprägt. Im Laufe des Jahres 1994 sank der DM-Dollar-Kurs von 174 auf un-

ter 1,50 und der Yen-Dollar-Kurs von 112 auf deutlich unter 100. Erst nach der kräftigen Zinserhöhung Mitte November zog der Dollar leicht an. Gemessen an der Kaufkraftparität dürfte der Dollar gegenüber dem Yen um bis zu 40% unterbewertet sein, gegenüber der DM um 20% bis 30%. Eine Vielzahl von Einflüssen, von denen nur ein Teil fundamentale ökonomische Entwicklungen widerspiegelt, bestimmt die Wechselkurse. Organisation und Verhalten der Finanzmärkte haben wichtigen Einfluß auf die Wechselkursentwicklung gewonnen. Wie sich 1994 mehrfach zeigte, haben dagegen Interventionen der Zentralbanken deutlich an Wirkung verloren. Besonders relevant für den Yen-Dollar-Kurs ist der handelspolitische Konflikt zwischen den USA und Japan, der trotz einiger Fortschritte in Teilbereichen nach wie vor nicht gelöst ist. Dies wird auch als Interesse der USA an einem starken Yen interpretiert. Mit der Konjunkturbelebung in Japan und der restriktiven Politik in den USA sollte sich das Leistungsbilanzungleichgewicht zwischen den beiden Ländern in den kommenden Jahren verringern. Das Leistungsbilanzdefizit wird in den USA 1995 mit 161 Mrd. \$ (2¼% des BIP) seinen Höhepunkt erreichen, während in Japan schon 1994 mit 137 Mrd. \$ (3% des BIP) der höchste Überschuß erzielt wird.

Wiewohl die Prognose von Wechselkursen stets einen besonders großen Unsicherheitsspielraum aufweist, erwarten die meisten europäischen Prognoseinstitute im Jahr 1995 ein leichtes Anziehen des Dollars gegenüber dem Yen und den europäischen Währungen. Innerhalb Europas dürften die Wechselkurse stabil bleiben. Nach der

## Entwicklung des Welthandels

## Übersicht 4

|                                          | 1993                               | 1994  | 1995  | 1996  |
|------------------------------------------|------------------------------------|-------|-------|-------|
|                                          | Veränderung gegen das Vorjahr in % |       |       |       |
| Welthandel, real                         | + 3                                | + 8½  | + 8   | + 7½  |
| Industrieländer                          |                                    |       |       |       |
| Exporte                                  | + 1½                               | + 8½  | + 7½  | + 7½  |
| Importe                                  | + ½                                | + 8½  | + 7   | + 7   |
| Intra-OECD-Handel<br>(Ø Exporte/Importe) | - 1                                | + 8   | + 6½  | + 6½  |
| OPEC                                     |                                    |       |       |       |
| Exporte                                  | + 1½                               | + 5   | + 6   | + 6   |
| Importe                                  | + 2½                               | + 4½  | + 8   | + 7½  |
| Sonstige Entwicklungsländer              |                                    |       |       |       |
| Exporte                                  | + 9½                               | + 10½ | + 10½ | + 10½ |
| Importe                                  | + 9½                               | + 10  | + 10½ | + 10½ |
| Osteuropa und GUS                        |                                    |       |       |       |
| Exporte                                  | + 4½                               | + 2½  | + 6½  | + 7½  |
| Importe                                  | + 8                                | + 4½  | + 7   | + 9½  |
| Leistungsbilanzsaldo                     |                                    |       |       |       |
| OECD-Länder                              | - 8                                | - 18½ | - 7   | + 12½ |
| USA                                      | - 104                              | - 148 | - 161 | + 157 |
| Japan                                    | + 131                              | + 137 | + 137 | + 135 |
| Deutschland                              | - 20                               | - 22  | - 8   | - 1   |
| OECD-Europa                              | + 23                               | + 53  | + 83  | + 106 |
| OPEC-Länder                              | - 25                               | - 36  | - 32  | - 34  |
| Sonstige Entwicklungsländer              | - 49                               | - 61  | - 65  | - 67  |
| Osteuropa und GUS                        | - 5                                | - 7   | - 9   | - 13  |
| Welt <sup>1)</sup>                       | - 88                               | - 122 | - 112 | - 102 |

Q: OECD, AIECE, IMF. — <sup>1)</sup> Welt (= Statistische Differenz) = OECD + OPEC + Sonstige Entwicklungsländer (Nicht-OPEC) + Osteuropa und GUS

Ausweitung der Bandbreiten im EWS auf 15% sind die Spekulationswellen verebbt, und die Kursentwicklung hat sich stabilisiert. Lediglich die italienische Lira war aufgrund der politischen Entwicklung und der Zweifel über die wirtschaftspolitische Handlungsfähigkeit der Regierung einem massiven Abwertungsdruck ausgesetzt. Die anderen EWS-Mitgliedsländer hielten de facto die früheren engen Bandbreiten ein, ohne den gewonnenen Spielraum zu Zinssenkungen im Interesse einer rascheren Belebung der Konjunktur zu nutzen.

## Kräftiges Wachstum des Welthandels

Die Hochkonjunktur in Nordamerika und die Konjunkturbelebung in Europa ließen den internationalen Außenhandel 1994 stark zunehmen. Die dynamischste Wachstumsregion blieb aber Südostasien, wo die Ausfuhr auch viel vom hohen Yen-Kurs profitierte. In den Entwicklungsländern und in Osteuropa beschleunigte sich das Außenhandelswachstum ebenfalls. Vom internationalen Aufschwung sind unmittelbar die Rohstoffexporteure begünstigt. Der Abschluß der Uruguay-Runde des GATT sollte dem Weltmarkt mittelfristig weitere Impulse verleihen und anhaltend kräftige Wachstumsraten ermöglichen (real rund +8% pro Jahr bis 1996).

## Konjunktur überschreitet in den USA den Höhepunkt

Der bereits drei Jahre andauernde Aufschwung setzte sich heuer zügig fort. Das reale BIP expandiert stärker als das Potentialwachstum: Nach einem Zuwachs von 3,3% im

## Wirtschaftszahlen der USA

## Übersicht 5

|                            | 1993                                     | 1994   | 1995   | 1996  |
|----------------------------|------------------------------------------|--------|--------|-------|
|                            | Veränderung gegen das Vorjahr in %, real |        |        |       |
| Privater Konsum            | + 3,3                                    | + 3,5  | + 2,8  | + 2,0 |
| Öffentliche Ausgaben       | - 0,8                                    | - 1,0  | + 0,5  | + 0,3 |
| Brutto-Anlageinvestitionen | + 11,3                                   | + 11,8 | + 6,0  | + 3,8 |
| Wohnungs- und Hausbau      | + 8,2                                    | + 8,5  | - 0,5  | ± 0,0 |
| Übrige Investitionen       | + 12,5                                   | + 13,0 | + 8,5  | + 5,0 |
| Inländische Endnachfrage   | + 3,7                                    | + 4,0  | + 3,0  | + 2,0 |
| Lagerbildung <sup>1)</sup> | + 0,3                                    | + 0,3  | - 0,5  | + 0,3 |
| Gesamte Inlandsnachfrage   | + 3,9                                    | + 4,3  | + 2,5  | + 2,3 |
| Exporte i w S              | + 4,1                                    | + 7,8  | + 10,0 | + 8,8 |
| Waren                      | + 4,6                                    | + 8,5  | + 10,0 | + 9,0 |
| Importe i w S              | + 10,7                                   | + 11,8 | + 7,3  | + 6,0 |
| Waren                      | + 11,7                                   | + 12,3 | + 7,5  | + 6,3 |
| Außenbeitrag <sup>1)</sup> | - 0,8                                    | - 0,5  | + 0,3  | + 0,3 |
| Brutto-Inlandsprodukt      | + 3,1                                    | + 3,8  | + 2,8  | + 2,5 |
| Deflator                   | + 2,2                                    | + 2,0  | + 2,8  | + 3,3 |
| Nominell                   | + 5,4                                    | + 5,8  | + 5,5  | + 5,8 |
| Produktivität              |                                          |        |        |       |
| BIP je Erwerbstätigen      | + 1,6                                    | + 0,8  | + 1,3  | + 1,5 |

Q: OECD, nationale und eigene Schätzungen. — <sup>1)</sup> Beitrag zum Wachstum des realen Brutto-Inlandsproduktes in Prozentpunkten

I Quartal 1994 und 4,1% im II Quartal setzte sich das hohe Wachstum auch im III Quartal mit 3,9% fort (jeweils saisonbereinigte Jahresrate). Die Beschäftigung wurde kräftig ausgeweitet, die saisonbereinigte Arbeitslosenquote erreichte mit 5,6% im November den tiefsten Stand seit vier Jahren. Der Preisauftrieb hat sich in den Sommermonaten verstärkt (knapp +3%) und erreichte im Oktober wieder Raten wie zu Jahresbeginn (+2,6%). Für das Jahresende wird allgemein eine Verlangsamung des Wirtschaftswachstums erwartet.

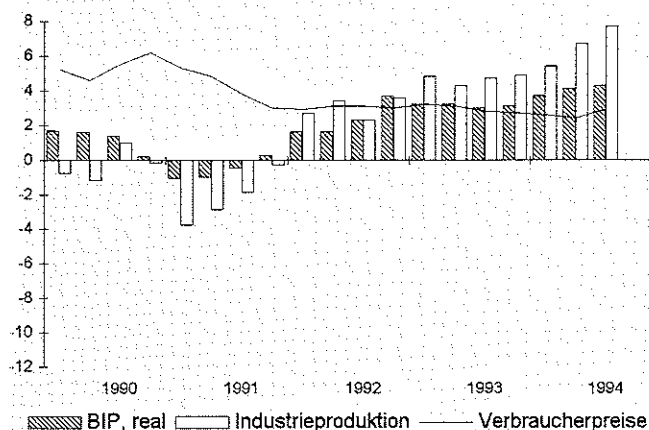
Die Hauptauftriebskräfte des Aufschwungs sind die Investitionen. Wesentlich trug dazu das niedrige Zinsniveau seit 1992 bei. Die Wohnbauinvestitionen expandierten im 1. Halbjahr 1994 um 13½%. Kaum schwächer entwickelten sich die Ausrüstungsinvestitionen. Im Vordergrund stand dabei der Ausbau der Informationstechnologie. Auch die private Konsumnachfrage war heuer sehr stark. Die Festigung der Realeinkommen sowie eine günstige Zinslandschaft stimulierten die Anschaffung dauerhafter Konsumgüter. Gedämpft wurde die Inlandsnachfrage durch die weitere Reduktion der Staatsausgaben (Budgetsanierung, Kürzung der Militärausgaben). Die Exporte i w S nahmen mit der Konjunkturbelebung wichtiger Handelspartner wieder stark zu. Die kräftige Expansion der Inlandsnachfrage ließ allerdings die Importe i w S doppelt so rasch steigen wie die Exporte. Der Außenbeitrag wirkte daher dämpfend auf das reale BIP-Wachstum.

Angesichts einer vollausgelasteten und vollbeschäftigten Wirtschaft stellt sich für die Wirtschaftspolitik das Problem der Überhitzung. Die Geldpolitik versuchte daher seit Jahresbeginn, der Inflationsgefahr durch einen immer restriktiveren Kurs zu begegnen: In sechs Schritten wurden die Zinsen erhöht, zuletzt Mitte November. Der Diskontsatz und der Taggeldsatz (Federal Funds Rate) wurden jeweils um 75 Basispunkte von 4,75% auf 5,5% bzw. von 4% auf 4,75% erhöht. Sowohl die kurz- als auch die langfristigen Zinsen werden im Jahresdurchschnitt 1994 deutlich höher liegen als im Vorjahr. Die Prime Rate stieg nach der letzten Leitzinsanpassung ebenfalls um 0,75 Prozentpunkte auf 8,5%. Dennoch gab der nominell-effektive Wechselkurs des Dollars im Jahresverlauf um rund 7% nach. Zwar ha-

## Wirtschaftszahlen der USA

Abbildung 6

Veränderung gegen das Vorjahr in %



## Wirtschaftszahlen Japans

Übersicht 6

|                                         | 1993 | 1994  | 1995 | 1996 |
|-----------------------------------------|------|-------|------|------|
| Veränderung gegen das Vorjahr in % real |      |       |      |      |
| Privater Konsum                         | +1,1 | +2,5  | +4,0 | +4,5 |
| Öffentlicher Konsum                     | +3,2 | +2,5  | +2,0 | +2,0 |
| Brutto-Anlageinvestitionen              | -1,3 | -0,5  | +1,5 | +3,3 |
| Inländische Endnachfrage                | +0,5 | +1,5  | +3,0 | +3,8 |
| Lagerbildung <sup>1)</sup>              | -0,1 | +0,3  | +0,3 | +0,0 |
| Gesamte Inlandsnachfrage                | +0,3 | -1,8  | +3,3 | +3,8 |
| Exporte i w S                           | +1,0 | +4,0  | +3,0 | +4,5 |
| Waren                                   | -1,9 | +1,5  | +3,0 | +5,0 |
| Importe i w S                           | +3,1 | +9,0  | +8,0 | +8,3 |
| Waren                                   | +3,7 | +12,3 | +7,8 | +8,0 |
| Außenbeitrag <sup>1)</sup>              | -0,3 | -0,8  | -0,8 | -0,5 |
| Brutto-Inlandsprodukt                   | +0,1 | +1,0  | +2,5 | +3,3 |
| Deflator                                | +1,0 | +0,5  | +0,5 | +0,5 |
| Nominell                                | +1,0 | +1,5  | +3,0 | +3,8 |
| Produktivität                           |      |       |      |      |
| BIP je Erwerbstätigen                   | -0,2 | +0,8  | +2,0 | +2,8 |

Q: OECD, nationale und eigene Schätzungen. — <sup>1)</sup> Beitrag zum Wachstum des realen Brutto-Inlandsproduktes in Prozentpunkten

ben die kurzfristigen Zinsen in Zukunft weiter leicht steigende Tendenz, doch wird angesichts einer nur mäßigen Beschleunigung des Preisauftriebs mit keiner weiteren drastischen Verschärfung der Geldpolitik gerechnet.

Die Fiskalpolitik bleibt auf Konsolidierungskurs. Das Bundesbudget muß nach der Omnibus Budget Reconciliation Act (OBRA 93) restriktiv sein, d. h. geringere Ausgaben und höhere Steuern vorsehen. Tatsächlich ließ die gute Konjunkturlage die Steuereinnahmen heuer um 10% steigen. Das Defizit des Bundes wird im Fiskaljahr 1994 auf 200 Mrd. \$ sinken (3,2% des BIP, nach 4,6% 1993), das Defizit des Gesamtstaates sogar auf knapp unter 2% des BIP (nach 3,4% 1993 und 4,3% 1992). Für die kommenden Jahre wird ein weiterer Abbau auf 1,7% des BIP (1996) erwartet.

Angesichts dieser wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen wird damit gerechnet, daß der Konjunkturhöhepunkt heuer überschritten wurde. 1995 wird der Zuwachs des realen BIP mit 2¼% um rund 1 Prozentpunkt niedriger ausfallen als 1994; die leichte Konjunkturabschwächung wird sich 1996 fortsetzen (+2½%). Obwohl das Exportvolumen in den kommenden Jahren stärker steigt als der Import, wird sich das Defizit in der Leistungsbilanz nicht unter 2% des BIP verringern lassen. Der Beschäftigungszuwachs schwächt sich ab, die Arbeitslosenquote verharrt auf 5¼%. Die Inflation wird sich bis 1996 leicht beschleunigen.

## Nichtinflationäre Erholung in Japan

Die japanische Wirtschaft löst sich nur langsam aus der Stagnation. Der Zuwachs des realen BIP im 1. Halbjahr 1994 von 0,8% (saisonbereinigte Jahresrate) geht auf einen starken Anstieg im I. Quartal (+4%) und einen Rückgang im II. Quartal (-1,6%) zurück. Im Zuge der schleppenden Erholung stieg die Arbeitslosenquote von rund 2% zu Beginn der neunziger Jahre auf 3%. Die Preise sind stabil. Die Unterauslastung der Kapazitäten dürfte heuer ihren Tiefpunkt erreichen.

Die starken nachfragedämpfenden Einflüsse (Konsolidierung im privaten Sektor, deutliche Aufwertung des Yen)

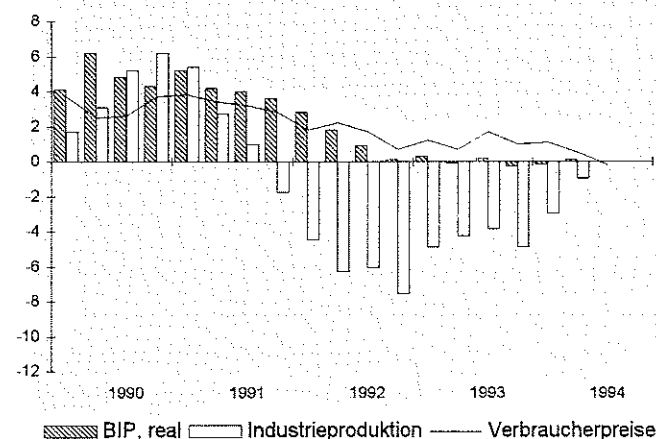
ließen 1994 nach. Stimuliert durch die Wirtschaftspolitik hat sich die Inlandsnachfrage belebt. Der Wohnbau wird von niedrigen Zinsen und staatlichen Förderungsmaßnahmen angeregt. Die öffentlichen Investitionen wurden über verschiedene Konjunkturprogramme ausgeweitet. Die privaten Ausrüstungsinvestitionen haben hingegen noch kaum auf die Konjunkturbelebung reagiert, im 1. Halbjahr 1994 waren sie um über 8% (saisonbereinigte Jahresrate) geringer als im Vorjahr. Grund dafür dürfte die nur zäh vorankommende Verbesserung der Unternehmensbilanzen sein. Da jedoch erstmals seit einigen Jahren die Investitionspläne nicht nach unten revidiert wurden, rechnet man mit einer allmählichen Verstärkung der privaten Investitionen. Die private Konsumnachfrage hat sich erholt, da die stabilen Preise die Realeinkommen stärkten. Die Erholung der Weltkonjunktur stimuliert den japanischen Export trotz des hohen Yen-Kurses. Allerdings stieg der Import infolge der Belebung der Inlandsnachfrage und wegen der Aufwertung wesentlich stärker. Vom realen Außenbeitrag geht daher auf das BIP-Wachstum ein dämpfender Einfluß aus.

Sowohl die Geld- als auch die Fiskalpolitik sind stark auf Expansion ausgerichtet. Die kurzfristigen Zinsen lagen zwar im Herbst 1994 mit 2¼% leicht über dem Niveau des

## Wirtschaftszahlen Japans

Abbildung 7

Veränderung gegen das Vorjahr in %



## Wirtschaftszahlen der BRD

## Übersicht 7

|                            | 1993                                    |                      | 1994   |                      | 1995  |                      | 1996  |                      |
|----------------------------|-----------------------------------------|----------------------|--------|----------------------|-------|----------------------|-------|----------------------|
|                            | BRD                                     | Westdeutsch-<br>land | BRD    | Westdeutsch-<br>land | BRD   | Westdeutsch-<br>land | BRD   | Westdeutsch-<br>land |
|                            | Veränderung gegen das Vorjahr in % real |                      |        |                      |       |                      |       |                      |
| Privater Konsum            | + 0,5                                   | + 0,2                | + 1,0  | + 0,8                | + 1,3 | + 1,0                | + 3,0 | + 3,0                |
| Öffentlicher Konsum        | - 1,2                                   | - 1,2                | ± 0,0  | ± 0,0                | ± 0,0 | + 0,3                | + 0,8 | + 0,5                |
| Brutto-Anlageinvestitionen | - 4,5                                   | - 8,3                | + 5,3  | + 2,0                | + 6,8 | + 4,0                | + 7,3 | + 4,5                |
| Ausstattungsinvestitionen  | - 13,8                                  | - 17,6               | + 1,3  | - 1,0                | + 8,0 | + 6,8                | + 9,8 | + 9,0                |
| Bauinvestitionen           | + 2,8                                   | - 0,8                | + 7,8  | + 4,0                | + 6,0 | + 2,3                | + 5,8 | + 1,8                |
| Inländische Endnachfrage   | - 1,0                                   | - 2,0                | + 1,8  | + 0,8                | + 2,3 | + 1,5                | + 3,5 | + 2,8                |
| Lagerbildung <sup>1)</sup> | - 0,2                                   | - 0,2                | + 0,8  | + 0,8                | + 0,3 | + 0,3                | ± 0,0 | ± 0,0                |
| Gesamte Inlandsnachfrage   | - 1,2                                   | - 2,2                | + 2,5  | + 1,5                | + 2,5 | + 1,8                | + 3,5 | + 2,8                |
| Exporte i w S              | - 6,2                                   | - 3,2                | + 8,0  | + 8,3                | + 8,5 | + 7,5                | + 7,5 | + 6,3                |
| Waren                      | - 5,7                                   |                      | + 10,3 |                      | + 9,0 |                      | + 7,5 |                      |
| Importe i w S              | - 6,1                                   | - 5,3                | + 6,5  | + 7,3                | + 6,5 | + 6,5                | + 7,3 | + 6,8                |
| Waren                      | - 9,6                                   |                      | + 6,5  |                      | + 6,5 |                      | + 7,5 |                      |
| Außenbeitrag <sup>1)</sup> | + 0,0                                   | + 0,4                | + 0,3  | + 0,8                | + 0,5 | + 0,8                | + 0,0 | + 0,3                |
| Brutto-Inlandsprodukt      | - 1,1                                   | - 1,7                | + 2,8  | + 2,3                | + 3,0 | + 2,5                | + 3,5 | + 3,0                |
| Deflator                   | + 3,9                                   | + 3,2                | + 2,3  | + 2,0                | + 2,0 | + 2,0                | + 2,3 | + 2,0                |
| Nominell                   | + 2,7                                   | + 1,4                | + 5,0  | + 4,3                | + 5,0 | + 4,5                | + 5,8 | + 5,0                |
| Produktivität              |                                         |                      |        |                      |       |                      |       |                      |
| BIP je Erwerbstätigen      | + 0,7                                   | - 0,1                | + 3,8  | + 3,3                | + 2,5 | + 2,0                | + 2,5 | + 2,3                |

Q: OECD. Eigene Schätzungen. — <sup>1)</sup> Beitrag zum Wachstum des realen Brutto-Inlandsproduktes in Prozentpunkten

1 Halbjahres, aber unter dem Niveau des 2 Halbjahres 1993 (2,6%). Die langfristigen Sätze sind etwa doppelt so hoch wie die kurzfristigen. Die Wirkung der lockeren Geldpolitik wurde durch die Yen-Aufwertung teilweise konterkariert. Der steile Anstieg des Yen-Kurses im 1 Halbjahr 1994 setzte sich im 2 Halbjahr nicht mehr fort. Die Yield-Kurve (Abstand von lang- zu kurzfristigen Zinsen) wurde im Laufe dieses Jahres steiler, was als positives Signal für den Konjunkturaufschwung gedeutet wird.

Die Fiskalpolitik hält an ihrem deutlich expansiven Kurs fest. Zum einen soll dies die Konjunktur stimulieren, zum anderen dem Druck der USA nachgeben, über eine stärkere Inlandsnachfrage den Import anzuregen und so das Handelsbilanzdefizit zwischen den USA und Japan zu verringern. Nach den bereits im Vorjahr initiierten Programmen wurden heuer weitere Impulse gesetzt. Im Februar wurde ein Paket im Ausmaß von 15,3 Bill. Yen angekündigt, das einerseits höhere öffentliche Ausgaben und andererseits Steuersenkungen von 6 Bill. Yen vorsieht. Dadurch dürften die persönlich verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte ab Mitte 1994 kräftig zunehmen. Im September wurde eine neuerliche Einkommensteuersenkung angekündigt. Finanziert werden die damit verbundenen Steuerausfälle durch eine Erhöhung der Konsumsteuer von 3% auf 5% im Jahr 1997. Nach Überschüssen im Staatshaushalt von bis zu 3% des BIP im Jahre 1991 wird infolge des expansiven Kurses heuer ein Defizit von 2% des BIP entstehen, das bis Ende 1996 auf rund 1½% des BIP zurückgehen dürfte.

Eine Belebung der Konjunktur zeichnet sich für das 2. Halbjahr 1994 ab; im Jahresdurchschnitt dürfte sich ein Zuwachs des realen BIP von 1% ergeben. Trotz der deutlich expansiven Ausrichtung der Wirtschaftspolitik wird das Wachstum auch 1995 nicht mehr als 2½% betragen. Erst für 1996 wird mit einer über das Potentialwachstum hinausgehenden Rate von 3¼% gerechnet. Der Konjunkturaufschwung wird bei Preisstabilität erfolgen. Die Arbeitslosenquote wird sich bei 3% stabilisieren. Trotz eines negativen realen Außenbeitrags sinkt der Überschuss in der Leistungsbilanz (2¼% des BIP) bis 1996 kaum. Damit

ist der seit längerem schwelende Konflikt in den Wirtschaftsbeziehungen zwischen den USA und Japan prolongiert.

## Solider Aufschwung in Deutschland

Die deutsche Wirtschaft hat sich heuer kräftig erholt. In den ersten drei Quartalen 1994 wuchs das BIP in Westdeutschland um 2,3% (real gegenüber dem Vorjahr), in Ostdeutschland um 8,6%, in Deutschland insgesamt um 2,8% (III. Quartal Westdeutschland +2,4%, Deutschland insgesamt +2,8%). In Westdeutschland wurde die Rezession überwunden. In Ostdeutschland setzte sich der Aufbauprozess kontinuierlich fort. Im Jahr 1994 expandiert das BIP in Westdeutschland real um 2¼% (Deutschland insgesamt +2¼%). Die Produktionsdynamik verflachte in der Industrie im Herbst etwas. Dennoch sind im Westen wie im Osten der Rückgang der Beschäftigung und der Anstieg der Arbeitslosigkeit zum Stillstand gekommen. Im Oktober ging die Zahl der Arbeitslosen im Westen gegenüber dem Vormonat geringfügig auf 2,45 Mill. zurück. In Ostdeutschland lag sie Ende Oktober mit 1 Mill. um knapp 40.000 unter dem Wert von Ende September. Die Inflationsrate verringerte sich in Westdeutschland von 3½% zu Jahresbeginn auf unter 3% im Herbst (November 2,6%). Seit Jahresbeginn hat sich die zuvor weit höhere Inflationsrate Ostdeutschlands an jene Westdeutschlands angeglichen.

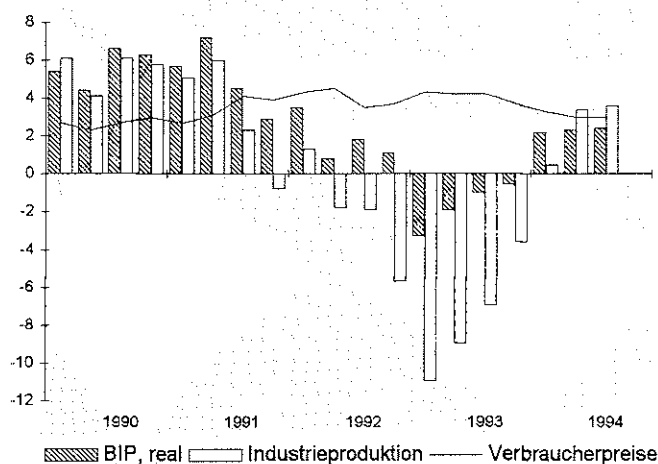
**Der Aufschwung wird in Deutschland von Export und Bautätigkeit getragen. Zunehmend belebt sich auch die inländische Investitionsgüternachfrage. Steuer- und Abgabenerhöhungen und niedrige Lohnsteigerungen beeinträchtigen den privaten Konsum.**

Der Aufschwung in Westdeutschland wurde vor allem von der Auslandsnachfrage in Gang gesetzt. Während die Inlandsnachfrage in den ersten drei Quartalen um nur 0,8% stieg, expandierte der Export von Gütern und Diensten um 7,6%. Unter den Inlandskomponenten nahmen vor allem

## Wirtschaftszahlen Westdeutschlands

Abbildung 8

Veränderung gegen das Vorjahr in %



die Bauinvestitionen stark zu. Insbesondere der Wohnbau wurde durch staatliche Fördermaßnahmen und bis Jahresanfang durch niedrige Zinsen stimuliert. Dagegen erhielten sich die Ausrüstungsinvestitionen erst gegen Jahresmitte. In Ostdeutschland ist der Strukturwandel in vollem Gange. Begünstigt durch die Konjunkturbelebung im Westen, aber vor allem durch die massiven Finanztransfers und die nahezu abgeschlossene Privatisierung durch die Treuhandanstalt schreitet der Modernisierungsprozeß von Infrastruktur, Wohnungsbestand und Kapitalstock der Industrie zügig voran. Im laufenden Jahr wird die gesamtwirtschaftliche Produktion um 8% bis 9% wachsen. Die öffentlichen Finanztransfers einschließlich der kreditfinanzierten Ausgaben der Treuhandanstalt umfassen rund 50% der ostdeutschen Gesamtnachfrage. Bei einem rund halb so hohen BIP pro Kopf wie in Westdeutschland machten 1994 die verfügbaren Einkommen pro Kopf in Ostdeutschland bereits mehr als zwei Drittel des westdeutschen Niveaus aus. Aufgrund der geringeren Arbeitsproduktivität lagen die Lohnstückkosten in Ostdeutschland um 35% über dem Niveau Westdeutschlands.

Die Geldpolitik orientiert sich nach wie vor an der Entwicklung der Geldmenge M3 (Bargeld zuzüglich Sicht-, Termin- und Spareinlagen). Im Herbst expandierte diese deutlich langsamer (Oktober +6,9%) als zu Jahresbeginn. Als Folge der bis zum Sommer vorgenommenen Zinssenkungen der Bundesbank ermäßigten sich die Geldmarktzinsen seit Jahresbeginn um 1 Prozentpunkt auf rund 5%. Im Gegensatz dazu stiegen — im Einklang mit der internationalen Entwicklung — die Kapitalmarktzinsen deutlich (von 5,5% auf 7,5% Ende Oktober). Die lange inverse Zinsstruktur wurde dadurch heuer umgekehrt. Die steiler verlaufende Yield-Kurve signalisiert eine stärker konjunkturstimulierende monetäre Situation. Allerdings wurden die Leitzinsen in Deutschland seit Mitte Mai nicht verändert.

Die Fiskalpolitik verfolgt einen Konsolidierungskurs. Die durch die deutsche Wiedervereinigung und die Rezession entstandenen Defizite und Staatsschulden sollen rasch abgebaut werden. Bereits heuer wird durch Anhebung der Mineralölsteuer und der Beiträge zur Pensionsversicherung sowie durch allgemeine Ausgabeneinsparungen das

Defizit des Staatshaushalts auf 2¼% des BIP sinken (nach 3,3% 1993). Durch den angekündigten Solidaritätszuschlag zur Einkommensteuer von 7,5% wird zwar das Budget entlastet, gleichzeitig werden dadurch die verfügbaren Einkommen und die Konsumnachfrage neuerlich gedämpft. Zudem müssen die Leistungen der neuen Pflegeversicherung finanziert werden. Eine weitere Budgetbelastung entsteht ab 1996 dadurch, daß aufgrund eines Urteils des Bundesverfassungsgerichts das Existenzminimum von der Lohn- und Einkommensteuer befreit werden muß. Dennoch wird sich nach Schätzungen der OECD das Defizit des Gesamtstaates bis 1996 auf 1,4% des BIP verringern.

1995 bleibt der private Konsum schwach. Die Investitionen profitieren von der zunehmenden Auslandsnachfrage. Insgesamt wird das BIP in Deutschland 1995 real um 3% und 1996 um 3½% wachsen. In Westdeutschland wird es laut dem Gemeinschaftsgutachten der deutschen Forschungsinstitute 1995 um 2,5% zunehmen, in Ostdeutschland ebenso wie 1994 um 8,5%. Die Arbeitslosenquote verringert sich allmählich auf 8¼% 1996. Angesichts des stetigen, aber mäßigen Aufschwungs ist die Gefahr einer Inflationsbeschleunigung gering. Für 1996 wird erstmals seit der Vereinigung mit einer ausgeglichenen Leistungsbilanz für Gesamtdeutschland gerechnet.

### Mäßiger Aufschwung in Westeuropa

In allen westeuropäischen Ländern konnte die Rezession im zu Ende gehenden Jahr überwunden werden. Nach einem leichten Rückgang des realen BIP von 0,2% 1993 wird für 1994 in OECD-Europa mit einem Anstieg von 2¼% gerechnet. Bis Ende 1996 dürfte sich das Wirtschaftswachstum auf 3¼% beschleunigen. Die Voraussetzungen für den Aufschwung waren sehr unterschiedlich. Großbritannien, das bereits 1992 den Konjunkturtiefpunkt erreichte, hat seither zum einen vom Aufschwung in den USA profitiert und zum anderen von der starken Abwertung des Pfund Sterling nach dem Ausscheiden aus dem Wechselkursmechanismus des EWS im September 1992. Auch in Irland setzte der Aufschwung bereits im Vorjahr ein. In den skandinavischen Ländern war die Entwicklung uneinheitlich. Während Dänemark weiterhin hohe Wachstumsraten aufweist und Norwegen 1993 nur eine leichte Wachstumsabschwächung verzeichnete, hielt in Finnland und Schweden die schwerste Wirtschaftskrise seit dem Zweiten Weltkrieg an; erst heuer zeichnet sich eine Erholung ab. In beiden Ländern gingen die Aufschwungsimpulse im wesentlichen von der Exportnachfrage aus — infolge der Belebung in Europa und in den USA sowie wegen der kräftigen Abwertungen.

Vom Aufschwung in Deutschland profitieren auch die Nachbarstaaten. Für 1995 werden Wachstumsraten um 3% erwartet. Die südeuropäischen Länder verzeichnen einen etwas schwächeren Aufschwung. Durch die kräftigen Abwertungen wurde ihre Exportnachfrage begünstigt, während sich die Inlandsnachfrage bisher erst schwach entwickelt. Aus verschiedenen Gründen beschleunigte sich der Preisauftrieb in jenen Ländern kaum, die seit Herbst

## Wirtschaftswachstum in Osteuropa und der GUS

Übersicht 8

### Brutto-Inlandsprodukt

|            | 1993                                    | 1994  | 1995  |
|------------|-----------------------------------------|-------|-------|
|            | Veränderung gegen das Vorjahr in % real |       |       |
| Bulgarien  | - 4,2                                   | - 1,5 | ± 0,0 |
| Slowakei   | - 4,1                                   | + 4,0 | + 2,0 |
| Tschechien | - 0,3                                   | + 2,5 | + 4,0 |
| Ungarn     | - 2,3                                   | + 2,5 | + 1,0 |
| Polen      | + 3,8                                   | + 4,5 | + 4,5 |
| Rumänien   | + 1,0                                   | ± 0,0 | ± 0,0 |
| Slowenien  | + 1,0                                   | + 4,5 | + 5,0 |
| Kroatien   | - 3,7                                   | + 2,0 | + 4,0 |
| Rußland    | -12,0                                   | -15,0 | - 7,0 |
| Ukraine    | -18,0                                   | -20,0 | - 5,0 |

Q: WIIW

1992 stark abgewertet haben. In Großbritannien wird dies erklärt durch einen scharfen Konkurrenzkampf auf Einzelhandelsebene, in Italien mit der ausgewogeneren Lohnpolitik verbunden mit der völligen Abschaffung der „scala mobile“, in Skandinavien mit der schweren Rezession.

In den meisten Ländern Westeuropas ist die Fiskalpolitik auf Verringerung der Defizite und Abbau der Schulden ausgerichtet. Diese restriktive Grundhaltung steht auch im Zusammenhang mit den im Maastrichter Vertrag formulierten Konvergenzkriterien. Dagegen gingen von der Geldpolitik bis Jahresmitte 1994 eher expansive Impulse aus. Seither sind die Zinsen wieder leicht gestiegen. Die eher restriktive Orientierung der Wirtschaftspolitik verhindert eine Beschleunigung des Wirtschaftswachstums bis Ende 1996. Daher wird in OECD-Europa der hohe Sockel der Arbeitslosigkeit kaum abgebaut werden können. Die von der EU im Delors-Weißbuch angekündigten Beschäftigungsprogramme mit Infrastrukturinvestitionen stehen vor massiven Finanzierungsproblemen.

1995 wird die EU um drei EFTA-Staaten (Finnland, Österreich und Schweden) erweitert. Die damit verbundenen Integrationseffekte dürften aber erst mittelfristig zum Tragen kommen. Kurzfristig wird — nicht zuletzt aufgrund der Anpassung an die Gemeinsame Agrarpolitik der EU (GAP) —

mit einer Preisdämpfung in diesen Ländern gerechnet. Da die neuen EU-Mitglieder Nettozahler sind, ergeben sich zusätzliche Budgetprobleme in den Beitrittsländern.

## Uneinheitliche Entwicklung in Osteuropa

Der Übergang zur Marktwirtschaft verläuft in den ostmitteleuropäischen Ländern uneinheitlich. Jene Länder, die den Reformprozeß früh eingeleitet haben, erleben eine deutliche Verbesserung. In Polen und Slowenien nehmen Nachfrage und Produktion bereits seit zwei Jahren zu. 1995 wird sich das Wirtschaftswachstum auf 4½% bzw. 5% beschleunigen. In Ungarn, Tschechien, der Slowakei und Kroatien setzte erst heuer eine Erholung ein. In diesen Ländern nahmen sowohl die Inlands- als auch die Auslandsnachfrage zu. Die Umorientierung ihrer Handelsströme von Ost- nach Westeuropa setzte sich fort. Zum einen profitierten sie von der anziehenden Konjunktur im Westen, zum anderen von der Abwertung ihrer Währungen.

Stark verzögert verläuft die Entwicklung in den anderen osteuropäischen Ländern. In Bulgarien und Rumänien hat der Umstrukturierungsprozeß (Privatisierung) noch kaum begonnen. In diesen Ländern verzögert sich der Aufschwung weiter. Am schlechtesten ist die Situation in Rußland und in der Ukraine sowie in den anderen GUS-Staaten. Der massive Rückgang der Produktion wird hier auch noch im kommenden Jahr anhalten. Geringe Fortschritte in der Privatisierung und Umstrukturierung sowie mangelnde Rechtssicherheit erschweren den Übergang von der Plan- zur Marktwirtschaft.

Zwar haben die Europaverträge den ostmitteleuropäischen Ländern einen freieren Zugang zu den westeuropäischen Märkten gebracht, doch wird in naher Zukunft mit einer noch stärkeren Anbindung an Westeuropa gerechnet. Kurzfristig besteht in der EU freilich wenig Neigung zu einer weiteren Liberalisierung des Imports aus Osteuropa. Die betroffenen Länder könnten sich nur durch weitere Abwertung ihrer Währungen größeren Marktzutritt verschaffen.