

Georg Busch*)

Mäßiges Wachstum bei hoher Preisstabilität

Internationale Konjunkturtendenzen und -perspektiven

In den Industrieländern steigen Nachfrage und Produktion langsamer, statt sich, dem üblichen Muster nach Überwindung einer Rezession entsprechend, weiter zu beschleunigen. Das Brutto-Inlandsprodukt der OECD-Staaten dürfte 1995 um etwa 2¼% gestiegen sein (nach knapp +3% im Vorjahr), um ½ Prozentpunkt schwächer als im Frühjahr prognostiziert. Bis 1997 wird sich das Wachstum voraussichtlich nur wenig beschleunigen; mit einer Jahresrate von jeweils unter 3% bleibt das Produktionspotential insgesamt weiter unterausgelastet. Eine Beschleunigung der Inflation scheint unwahrscheinlich, eher ist eine weitere Stabilisierung zu erwarten. Andererseits bessern sich die Beschäftigungsaussichten kaum, die Arbeitslosigkeit bleibt hoch.

Die Konjunkturschwäche erstreckt sich auf alle großen Industriestaaten: Laut den Projektionen des OECD-Sekretariates erreicht das Wirtschaftswachstum bis einschließlich 1997 (mit Ausnahme Kanadas) in keinem Land der G 7 eine Jahresrate von 3%. Trotz geringer Abweichungen befinden sich die einzelnen Länder allerdings in durchaus unterschiedlichen Konjunkturphasen. In den USA sind, nach dem Höhepunkt 1994, Nachfrage und Produktion im Abschwung, dessen Verlauf überwiegend den Erwartungen und Absichten der Wirtschaftspolitik, insbesondere der vorbeugenden geldpolitischen Aktionen, entspricht. Japan verharrt dagegen seit bereits vier Jahren in einer Stagnation, die selbst wiederholte Stimulierungsmaßnahmen bisher nicht überwinden konnten, da sie von einer Strukturanpassungskrise (vor allem im Finanzsektor) überlagert wird. Am enttäuschendsten ist jedoch das frühzeitige Abflauen der Konjunkturbelebung in Westeuropa, dafür sind in den einzelnen Ländern jeweils unterschiedliche Gründe maßgebend. Eine gemeinsame Ursache sind die markanten Wechselkursverschiebungen — Abwertung des Dollars und der südeuropäischen Währungen — vom Frühjahr 1995. Sie schwächen in den Hartwährungsländern den Konjunkturmotor Export und erfordern in den

Nach dem zügigen Aufschwung im Jahr 1994 schwenkte die internationale Konjunktur heuer auf einen flacheren Wachstumspfad ein. Vorerst sprechen auch kaum Anzeichen dafür, daß das Wachstum bald wieder kräftige Impulse erhält. Die nunmehr hohe Preisstabilität bleibt dadurch gewahrt, doch besteht wenig Chance auf Abbau der hohen Arbeitslosigkeit in Westeuropa.

Abwertungsländern Zinssteigerungen — um die Preis- und Wechselkursstabilität nicht weiter zu gefährden —, die ihrerseits die Inlandsnachfrage belasten.

In den USA wie auch in Westeuropa waren für die Abschwächung der Konjunktur die Effekte des Zinsauftriebs 1994 und eine Beendigung

des Lageraufbaus ausschlaggebend. Beide Faktoren sollten die Nachfrage nur vorübergehend dämpfen. Unter dem Eindruck des nachlassenden Wachstums, geringerer In-

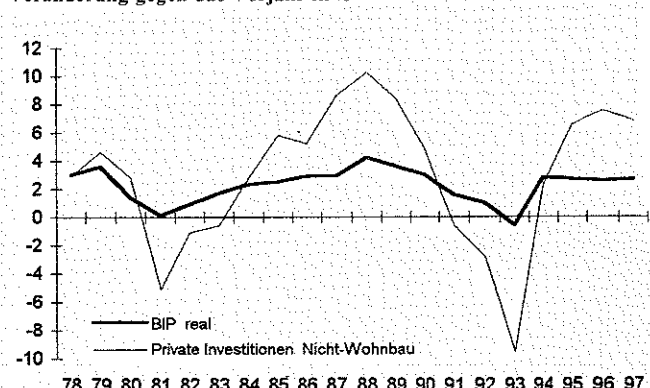
Anhaltende Dynamik der privaten Investitionen

flationsgefahr und der erkennbaren Bereitschaft in vielen Ländern, die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen nunmehr mit größerem Nachdruck zu verfolgen, haben die Zinsen international seit dem Frühjahr deutlich nachgegeben; die fallende Tendenz dürfte zumindest bis in das Jahr 1996 anhalten.

Konjunktur in der EU

Abbildung 1

Veränderung gegen das Vorjahr in %



*) Die Aufbereitung der statistischen Daten betreuten Waltraud Popp, Martha Steiner und Roswitha Übl.

Wirtschaftswachstum

Übersicht 1

	Gewicht ¹⁾	Brutto-Inlandsprodukt			
		1994	1995	1996	1997
		Veränderung gegen das Vorjahr in %			
USA	33,6	+4,1	+3,0	+2,5	+2,8
Japan	18,1	+0,5	+0,3	+1,8	+2,8
Deutschland	10,0	+2,9	+2,0	+2,0	+3,0
Frankreich	7,0	+2,9	+2,3	+2,0	+2,3
Italien	6,5	+2,2	+2,8	+2,3	+2,3
Großbritannien	5,7	+3,8	+2,8	+2,5	+2,8
Kanada	3,4	+4,6	+2,3	+3,0	+4,3
Große Industrieländer	84,3	+2,9	+2,3	+2,3	+2,8
Spanien	2,9	+2,0	+3,3	+3,0	+3,3
Australien	1,8	+5,3	+3,5	+3,0	+2,5
Niederlande	1,7	+2,7	+3,0	+2,8	+3,0
Schweiz	1,3	+1,2	+1,3	+1,8	+2,0
Schweden	1,3	+2,2	+3,5	+2,5	+1,8
Belgien	1,2	+2,2	+2,0	+2,5	+2,8
Österreich	1,0	+3,0	+2,4	+2,0	—
Türkei	1,0	-6,4	+7,0	+5,0	+4,8
Dänemark	0,8	+4,4	+3,3	+3,0	+2,5
Norwegen	0,7	+5,7	+4,5	+4,0	+2,3
Finnland	0,7	+4,0	+4,8	+3,5	+3,0
Portugal	0,4	+0,9	+2,8	+3,3	+3,0
Griechenland	0,4	+1,5	+1,5	+2,3	+2,3
Neuseeland	0,3	+4,2	+3,3	+2,5	+3,8
Irland	0,3	+6,7	+5,5	+4,8	+4,5
Luxemburg	0,1	+3,3	+3,3	+3,3	+3,3
Island	0,0	+2,9	+3,0	+2,0	+2,3
Kleine Industrieländer	15,7	+2,4	+3,3	+3,0	+2,8
OECD insgesamt	100,0	+2,9	+2,3	+2,3	+2,8
OECD-Europa	42,9	+2,6	+2,8	+2,5	+2,8
EU	39,8	+2,8	+2,5	+2,3	+2,8
EFTA	2,0	+2,7	+2,5	+2,5	+2,0

Q: OECD nationale und eigene Schätzungen. — ¹⁾ In % des BIP der OECD 1993.

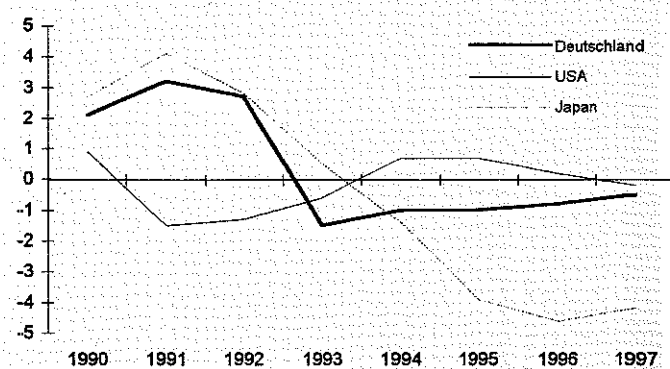
Die Unternehmensgewinne waren bereits von der jüngsten Rezession generell weniger beeinträchtigt worden als in früheren Konjunkturinbrüchen. Seither haben sie sich erheblich gebessert, vielfach erreichten sie wieder frühere Spitzenwerte. Offenbar achten die Unternehmen nunmehr stärker auf ihre Ertragskraft, wozu sie auch durch den verschärften Wettbewerbsdruck auf Güter- wie Kapitalmärkten veranlaßt werden. Die zunehmende Integration in der Weltwirtschaft (nach dem Abschluß der Uruguay-Runde des GATT) sowie die Weiterentwicklung der internationalen Arbeitsteilung zwingen überdies zu Anpassung und Rationalisierung. Alle diese Faktoren — sinkende Zinsen, gute Gewinne und erhöhter Wettbewerbsdruck — sollten die private Investitionstätigkeit in Gang halten, selbst wenn die Endnachfrage nur mäßig wächst und die Produktionskapazitäten vielfach nicht voll ausgelastet sind. In den meisten OECD-Ländern verzeichneten die privaten Unternehmensinvestitionen heuer deutliche Zuwächse (im Durchschnitt real knapp +8%); ihre Dynamik sollte sich bis 1997 nur unwesentlich verringern.

Fiskalpolitik dämpft Nachfragewachstum

Die übrigen Komponenten der Gesamtnachfrage bieten wenig Aussicht auf beschleunigtes Wachstum. Unter der Annahme konstanter Wechselkurse etwa auf dem gegenwärtigen Niveau können unter den großen Industrielän-

Auslastungsgrad in % des
Produktionspotentials

Abbildung 2



dern nur die USA und allenfalls Deutschland mit einer Steigerung des Nettoexports und damit einem positiven Außenbeitrag zum Wirtschaftswachstum rechnen. In Italien oder Großbritannien etwa läuft dagegen der stimulierende Effekt der Währungsabwertungen aus.

In vielen Ländern bewirken die Stufenpläne zur Verringerung der öffentlichen Neuverschuldung eine Dämpfung der Binnennachfrage. Dies gilt insbesondere für die EU-Staaten, deren Budgetdefizite nicht nur überdurchschnittlich hoch sind, sondern denen der Terminplan der Währungsunion für ihre Verringerung auch relativ knappe Fristen setzt. In welchem Maße diese restriktiven Impulse tatsächlich nachfragewirksam werden, hängt vor allem davon ab, ob die nunmehr höhere Sparneigung der öffentlichen Hand zumindest teilweise durch geringeres Sparen der privaten Haushalte ausgeglichen wird. Die private Sparquote ist vor allem in OECD-Europa recht hoch; die Möglichkeit der Wiedergewinnung der Balance in den öffentlichen Budgets und Eindämmung der Abgabenlast sollte den privaten Haushalten größere wirtschaftliche Zuversicht geben und sie zur Steigerung ihrer Konsumausgaben veranlassen. Auch wird eine dauerhafte und international akkordierte Budgetsanierung die Kapitalmärkte entlasten und über niedrigere Zinsen die private Kreditaufnahme — für Investitionen wie für Konsumzwecke — anregen.

Weiterhin hohe Arbeitslosigkeit in Westeuropa

Das mäßige Wirtschaftswachstum bietet wenig Aussicht auf eine durchgreifende Besserung der Lage auf dem Arbeitsmarkt. Immerhin ist in Nordamerika mit einer Zunahme der Beschäftigung um 1% bis 1½% im Jahresrhythmus zu rechnen. Lohnzurückhaltung und vergleichsweise hohe institutionelle Flexibilität begünstigen die Schaffung neuer Arbeitsplätze, teilweise zu Lasten des Produktivitätsfortschritts. In den USA bleibt die Arbeitslosenquote, trotz wachsenden Angebotes an Arbeitskräften, unter 6% und liegt damit unverändert nahe an der Grenze zur Vollbeschäftigung.

In Japan stieg die Arbeitslosenquote 1995 über 3% und erreichte damit einen neuen Höchstwert. Seit Jahren läßt die stagnierende Produktion nur ein geringfügiges Wachstum

Arbeitslosenquote und Inflation

Übersicht 2

	Arbeitslosenquote ¹⁾				Verbraucherpreise ²⁾			
	1994	1995	1996	1997	1994	1995	1996	1997
	In %				Veränderung gegen das Vorjahr in %			
USA	6,1	5,8	5,8	6,0	+ 2,6	+ 3,0	+ 3,3	+ 3,3
Japan	2,9	3,0	3,5	3,5	+ 0,5	+ 0,0	+ 0,5	+ 1,5
Deutschland	9,6	9,3	9,5	9,3	+ 2,7	+ 2,0	+ 2,0	+ 2,3
Frankreich	12,2	11,5	11,5	11,0	+ 1,7	+ 1,8	+ 2,5	+ 2,0
Italien	11,3	12,0	12,0	11,5	+ 4,0	+ 5,0	+ 4,8	+ 4,3
Großbritannien	9,2	8,5	8,3	8,0	+ 2,5	+ 3,5	+ 3,3	+ 3,0
Kanada	10,4	9,5	9,3	8,8	+ 0,2	+ 2,0	+ 2,0	+ 1,8
Große Industrieländer	7,1	6,8	7,0	7,0	+ 2,2	+ 2,5	+ 2,8	+ 2,8
Spanien	24,2	22,7	22,0	21,3	+ 4,7	+ 4,8	+ 4,0	+ 3,5
Australien	9,7	8,5	8,3	8,3	+ 1,9	+ 4,5	+ 4,5	+ 4,5
Niederlande	7,6	7,3	7,0	6,8	+ 2,8	+ 2,0	+ 2,0	+ 2,3
Schweiz	4,7	4,3	4,0	3,5	+ 0,8	+ 1,8	+ 1,3	+ 1,5
Schweden	8,0	7,5	7,3	7,0	+ 2,2	+ 2,5	+ 3,0	+ 2,8
Belgien	10,0	10,0	9,8	9,5	+ 2,4	+ 1,5	+ 2,0	+ 2,0
Österreich	4,4	4,6	4,7	—	+ 3,0	+ 2,3	+ 2,2	—
Türkei	10,9	10,3	10,0	10,0	+106,7	+95,0	+80,0	+65,0
Dänemark	12,1	10,0	9,5	9,0	+ 2,0	+ 2,3	+ 2,8	+ 3,0
Norwegen	5,4	5,0	4,8	4,5	+ 1,4	+ 2,5	+ 2,3	+ 2,5
Finnland	18,4	17,3	16,3	15,5	+ 1,1	+ 1,3	+ 2,5	+ 2,3
Portugal	6,9	7,0	6,8	6,8	+ 5,2	+ 4,3	+ 4,0	+ 4,0
Griechenland	9,6	10,1	10,5	10,8	+ 10,9	+ 9,5	+ 8,0	+ 7,0
Neuseeland	8,1	6,8	6,8	6,3	+ 1,8	+ 4,0	+ 2,8	+ 2,8
Irland	14,2	13,0	12,8	12,8	+ 2,3	+ 2,5	+ 2,5	+ 2,5
Luxemburg	2,7	2,8	2,8	2,8	+ 2,2	+ 2,0	+ 2,0	+ 2,0
Island	4,7	5,0	5,3	5,0	+ 1,5	+ 1,5	+ 2,3	+ 2,0
Kleine Industrieländer	11,9	11,0	10,8	10,5	+ 17,0	+15,8	+13,5	+11,3
OECD insgesamt	7,9	7,5	7,5	7,5	+ 4,3	+ 4,3	+ 4,3	+ 4,3
OECD-Europa	11,1	10,8	10,5	10,3	+ 7,7	+ 7,3	+ 6,5	+ 5,8
EU	11,4	11,0	11,0	10,5	+ 3,0	+ 3,0	+ 3,0	+ 3,0
EFTA	4,9	4,5	4,3	3,8	+ 1,0	+ 2,0	+ 1,5	+ 1,8

Q: OECD, nationale und eigene Schätzungen. — ¹⁾ In % der Erwerbspersonen —
²⁾ Gewichtung mit Anteilen am privaten Konsum zu Kaufkraftparitäten

Entwicklung der Weltmarktrohstoffpreise Übersicht 3
HWWA-Index

	Gewicht In %	1994	1995	1996	1997
		Veränderung gegen das Vorjahr in %			
Insgesamt	100,0	+ 2	+10	+ 2	+1
Ohne Rohöl	42,3	+16	+13	+ 2	+1
Nahrungs- und Genußmittel	15,9	+24	+ 5	+ 1	+1
Getreide	4,6	+ 6	+11	+ 7	—4
Ölsaaten, Öle	2,9	+ 6	+ 0	+ 3	+2
Genußmittel Zucker	8,4	+42	+ 3	— 2	+3
Industrierohstoffe	20,9	+17	+19	+ 3	+1
Agrarische Industrierohstoffe	10,2	+22	+24	— 1	—2
NE-Metalle	6,1	+18	+23	+ 5	+7
Eisenerz Schrott	4,6	+ 5	+ 3	+11	—1
Energierohstoffe	63,2	— 5	+ 8	+ 2	+0
Kohle	5,5	+ 4	+ 9	+ 3	+2
Rohöl	57,7	— 6	+ 8	+ 2	+0

Q: HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung, Hamburg; auf Dollarbasis gewichtet mit Warenimporten der Industrieländer; Prognose 1995 1996 1997: AIECE Arbeitsgruppe für Weltmarktpreise

dustriestaaten neuerlich. Im Jahresdurchschnitt 1995 verharnte die Inflationsrate im gesamten OECD-Raum bei 4¼%; in Japan unterschritt dieser Index den Vorjahresstand um knapp 1%. Ein ähnlich hohes Maß an Preisstabi-

Inflation verharnt auf langjährigem Tiefstand

lität war seit mehr als drei Jahrzehnten nicht mehr erreicht worden

Nahezu alle Anzeichen sprechen dafür, daß in den nächsten Jahren die Teuerung auf ähnlich niedrigem Niveau verharnt. Auf den internationalen Rohwarenmärkten ist die jüngste Hausse, die im wesentlichen frühere Preisrückgänge wettmachte, zu Ende gegangen; 1996 und 1997 wird sowohl für Agrargüter als auch für Industrierohstoffe und Energieträger mit jährlichen Steigerungsraten von höchstens 3% gerechnet. Allenfalls könnte ein — aus heutiger Sicht wenig wahrscheinlicher — Höhenflug des Dollars oder sonstige gravierende Wechselkursverschiebungen in einzelnen Ländern die „importierte“ Inflation anheizen. Aus binnenwirtschaftlicher Sicht hält vor allem die mäßige Entwicklung der Nachfrage den Preisauftrieb niedrig. In der überwiegenden Zahl der Länder bleiben die Produktionskapazitäten unterausgelastet, schärferer Wettbewerb — aufgrund von Handelsliberalisierung und Abbau von Marktregulierungen — veranlaßt die Anbieter zu Preiskonzessionen. In Europa dämpft die hohe Arbeitslosigkeit den Lohnauftrieb, wenngleich die Lohnpolitik — so etwa in Deutschland — nicht durchwegs auf das Ungleichgewicht auf dem Arbeitsmarkt Rücksicht nimmt. Schließlich zeigt das Verhalten der Geldpolitik in den USA im Jahr 1994, daß die Währungsbehörden entschlossen sind, die mühsam errungene Preisstabilität auf Dauer zu sichern und aufkeimende Inflationsgefahren frühzeitig zu bekämpfen.

Das kräftige Wachstum des Welthandels setzt sich voraussichtlich über den gesamten Prognosezeitraum fort,

der Beschäftigung zu; die nunmehr für 1996 und danach erwartete Belebung der Produktion dürfte vorerst eine Steigerung der Arbeitsproduktivität auslösen; sie wird damit einen weiteren Anstieg der Arbeitslosigkeit kaum verhindern können.

Am größten ist das Problem der Arbeitslosigkeit in Westeuropa: Rund 21 Mill. Arbeitskräfte sind ohne Beschäftigung (gegenüber 13 Mill. im übrigen OECD-Raum), das entspricht mehr als 10% des Arbeitskräfteangebotes. Obwohl dieses Angebot anders als in Nordamerika auf absehbare Zeit nur geringfügig wächst, dürfte die Arbeitslosigkeit nahezu unvermindert hoch bleiben, da die mäßige Steigerung der Produktion weitgehend mit dem bestehenden Personaleinsatz bewältigt werden kann. Der im Vergleich zu den außereuropäischen Industrieländern rasche Produktivitätsfortschritt wird einerseits durch steigenden Wettbewerbsdruck auf dem EU-Binnenmarkt und im Zuge der weltweiten Handelsliberalisierung erzwungen, andererseits durch relativ hohe Steigerungsraten der (Brutto-)Arbeitsverdienste sowie starre institutionelle Regelungen. Dies trifft vor allem auf Deutschland zu: Die Beschäftigung sinkt 1995 neuerlich — seit mittlerweile vier Jahren —, das Lohnwachstum übertrifft gleichzeitig jenes in den anderen großen Ländern seit einigen Jahren deutlich.

Trotz der Belebung der Konjunktur in den USA und OECD-Europa verlangsamte sich 1994 der Preisauftrieb in den In-

wenngleich die Zuwachsrates des Jahres 1994 von mehr als 10% angesichts der in den USA abflauenden Binnen-nachfrage wohl nicht mehr erreicht werden dürfte. Vor allem der Warenaustausch mit wachstumsstarken Nicht-

Leistungsbilanzungleichgewichte geringfügig korrigiert

OECD-Staaten — in Ostasien, Lateinamerika und Osteuropa — ist rege, deutlich schwächer expandiert der Handel zwischen den OECD-Ländern Westeuropas. Die in den letzten Jahren geschlossenen Handelsabkommen, wie z. B. im Rahmen der Uruguay-Runde des GATT, die NAFTA oder die Europaverträge mit den Transformationsländern, geben dem internationalen Warenverkehr nachhaltige Impulse. Überdurchschnittlich rasch wächst der Welthandel mit Industriewaren.

Die hohen Leistungsbilanzungleichgewichte zwischen den großen Wirtschaftsräumen werden sich voraussichtlich nur mäßig zurückbilden. Im Zuge der Anpassung der realen Handelsströme an die vergangene markante Yen-Aufwertung könnte der Leistungsbilanzüberschuß Japans 1996 unter 100 Mrd. \$ sinken; für 1997 ist allerdings als Reaktion auf die jüngste Yen-Abwertung eine Gegenbewegung zu erwarten. Der Überschuß könnte sich bei knapp über 2% des BIP stabilisieren. Auf eine ähnliche Größenordnung sollte das externe Defizit der USA sinken (das würde rund 160 Mrd. \$ entsprechen) — als Folge der vorübergehend nachlassenden Inlandsnachfrage und einer Verbesserung der kosten- und wechselkursbestimmten Wettbewerbsfähigkeit. Der Leistungsbilanzüberschuß Westeuropas im Ausmaß von knapp 1% des BIP dürfte sich wenig verändern.

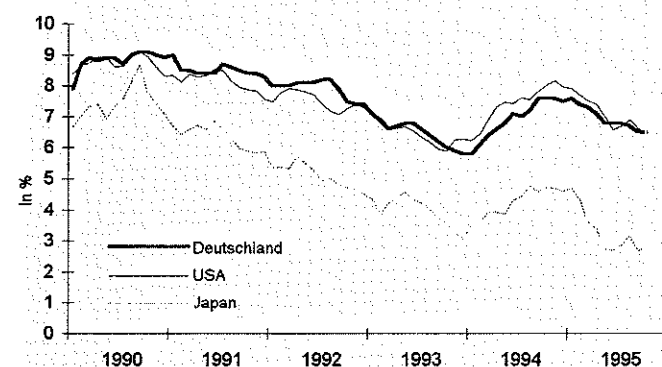
Zinsen im Abwärtstrend

Im Jahresverlauf 1995 und vor allem seit Jahresmitte gaben in den meisten Industrieländern sowohl die kurz- als auch die langfristigen Zinsen deutlich nach. Ursachen hierfür waren die nachlassende Konjunkturdynamik und abflauende Inflationsängste sowie eine Beruhigung auf den Devisenmärkten nach den Turbulenzen vom Frühjahr. In den USA nahm die Zentralbank den Geldmarktsatz im Juli auf 5¼% zurück. In Japan liegt der Diskontsatz nach der letzten Senkung im September bei nur noch ½%. Bereits zuvor hatte die Deutsche Bundesbank die Leitzinsen um ½ Prozentpunkt gesenkt. Da sich die DM-Kurse der Währungen einiger Partnerländer in Europa etwas festigten, konnten diese sich dem fallenden Zinstrend anschließen, teilweise ihre Margen gegenüber den deutschen Sätzen auch verringern. Angesichts der in Deutschland nunmehr deutlich unter 2% gesunkenen Inflationsrate, der getrübbten Konjunkturaussichten und einer Expansion der Geldmenge M3, die ihren Zielkorridor nach wie vor unterschreitet, besteht nach allgemeiner Auffassung noch Spielraum für eine weitere Senkung der Leitzinsen. Der Rückgang der kurz- und der langfristigen Zinsen hält voraussichtlich bis weit in das Jahr 1996 an.

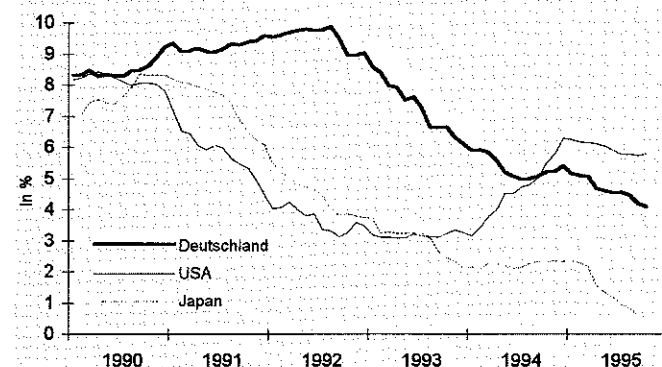
Entwicklung lang- und kurzfristiger Zinssätze

Abbildung 3

Langfristiger Zinssatz



Kurzfristiger Zinssatz

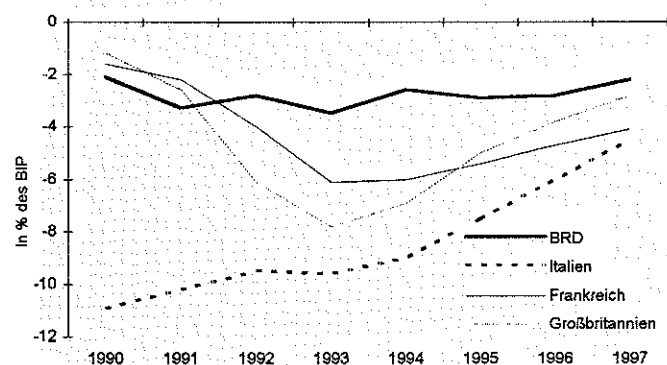


Auf den Devisenmärkten haben sich die starken Wechselkursverschiebungen vom Frühjahr 1995, wie erwartet, teilweise zurückgebildet. Der effektiven Aufwertung des Dollars zwischen Anfang Mai und Ende September um über 8% stand ein doppelt so hoher Wertverlust des Yen gegenüber. In Europa festigten sich die Kurse der labileren Währungen gegenüber der DM. In den letzten Wochen trat allerdings, im Zuge einer neuerlichen Schwächung des Dollars und der Unsicherheiten bezüglich der Bedingungen für den Übergang zur Europäischen Gemeinschaftswährung, eine Gegenbewegung ein. Diese Unsicherheiten könnten mit dem Näherrücken der Entscheidungen über Fristen, Teilnehmerkreis und endgültige Paritäten weitere Spekulationswellen auslösen und bedeuten für den Konjunkturverlauf der nächsten Jahre ein erhebliches Risiko.

Abbau der Budgetdefizite in Westeuropa

Neben der Wahrung der Preisstabilität waren die meisten OECD-Länder im Jahr 1995 bemüht, die in der letzten Rezession markant gestiegenen Defizite der öffentlichen Haushalte weiter abzubauen. Das zunächst noch schwungvolle Wirtschaftswachstum begünstigte dieses Vorhaben, im allgemeinen wurden auch Fortschritte erzielt. In den USA fiel das Defizit des gesamten Staatssektors — trotz schwächerer Konjunkturdynamik — um knapp ½ Prozentpunkt auf 1,6%, in Westeuropa um ¾ Prozentpunkte auf

Budgetsalden im europäischen Vergleich *Abbildung 4*



knapp über 5%; nur in Japan ließen es die stimulierenden Aktionen der Fiskalpolitik auf 4% steigen.

Ernste Probleme bereitet die Konsolidierung der Staatsfinanzen vor allem in Westeuropa: Einerseits sind die Defizite vergleichsweise hoch, andererseits steht ihr Abbau im Zeichen des Vertrags von Maastricht unter hohem Zeit- und Erfolgsdruck. 1995 erfüllten lediglich Deutschland und Luxemburg beide fiskalpolitischen Kriterien, das laufende Haushaltsdefizit lag darüber hinaus in Dänemark, Irland und den Niederlanden unter bzw. an der Marke von 3% des BIP. In einer Reihe von Ländern, darunter Frankreich und Großbritannien, ist die Wirtschaftspolitik entschlossen, bis 1997 die Quote der Nettoverschuldung auf 3% zu senken. In erster Linie strebt sie die Konsolidierung über eine gebremste Dynamik der öffentlichen Ausgaben an, da die Abgabenbelastung vielfach relativ hohe Werte erreicht hat und von einer weiteren Steigerung negative Rückwirkungen auf die internationale Wettbewerbsfähigkeit sowie die Leistungs- und Investitionsbereitschaft und damit eine weitere Verschärfung bestehender Arbeitsmarkt- und Strukturprobleme befürchtet werden. Gerade die Einschränkung öffentlicher Ausgaben stößt jedoch auf hartnäckigen politischen Widerstand.

Vom restriktiven Kurs der Fiskalpolitik werden in den nächsten zwei Jahren dämpfende Effekte auf die Binnen- nachfrage ausgehen, die sich im internationalen Verbund noch verstärken könnten. Wie stark sie tatsächlich ausfallen werden, ist vorerst ungewiß, da dies in hohem Maße von den Erwartungen und dem Verhalten von Konsumenten und Investoren abhängt. Drohende Einkommens- und Arbeitsplatzverluste können die Haushalte und Unternehmen ihrerseits zur Einschränkung ihrer Nachfrage veranlassen und schließlich in eine Rezession münden. Andererseits kann die Aussicht auf Wiedergewinnung des finanzpolitischen Gleichgewichts und damit auf dauerhafte Sicherung von Preisstabilität, Eindämmung der Steuerlast und niedrige Zinsen das Geschäfts- und Konsumklima verbessern und, verbunden mit einer Reihe von Struktur- reformen zur Verbesserung der Rahmenbedingungen und Erhöhung der Flexibilität, die Ausgabenneigung erhöhen. Sowohl die im Durchschnitt hohe Sparneigung der Haushalte als auch die vielfach gute Ertragslage der Unternehmen böten hierfür ausreichend Spielraum. Sichtbarer Fortschritt der Budgetkonsolidierung gerade in den Ländern mit hohen Defiziten sollte spekulative Attacken auf ihre

Entwicklung des Welthandels

Übersicht 4

	1994	1995	1996	1997
	Veränderung gegen das Vorjahr in %			
Welthandel, real	+ 10%	+ 9%	+ 8%	+ 6%
Industrielländer				
Exporte	+ 9%	+ 9	+ 7%	+ 8
Importe	+ 10%	+ 8	+ 7%	+ 7%
Intra-OECD-Handel (Durchschnitt Exporte/Importe)	+ 10	+ 7%	+ 7	+ 7%
OPEC				
Exporte	+ 6	+ 5%	+ 5%	+ 7
Importe	+ 4%	+ 10%	+ 7	+ 7
Sonstige Entwicklungsländer				
Exporte	+ 13	+ 11%	+ 10	+ 10
Importe	+ 11	+ 13%	+ 10%	+ 10
Osteuropa und GUS				
Exporte	+ 10%	+ 11%	+ 9	+ 6
Importe	+ 7	+ 8	+ 9%	+ 8
	Mrd. \$			
Leistungsbilanzsaldo				
OECD-Länder ¹⁾	- 31	- 14	- 18	- 12
USA	- 151	- 171	- 165	- 161
Japan	129	112	96	100
Deutschland	- 21	- 10	- 12	- 15
OECD-Europa	53	81	83	83
OPEC-Länder	- 9	- 7	- 11	- 6
Sonstige Entwicklungsländer	- 39	- 66	- 75	- 80
Osteuropa und GUS	- 5	- 2	- 3	- 8
Welt ²⁾	- 84	- 90	- 106	- 106

Q: OECD. — ¹⁾ Einschließlich Mexiko. — ²⁾ Welt (Statistische Differenz): OECD
OPEC, sonstige Entwicklungsländer (Nicht-OPEC), Osteuropa und GUS

Währungen unterbinden und ihnen erlauben, ihren Abstand im Zinsniveau gegenüber Deutschland zu verringern. Niedrigere Zinsen würden, abgesehen von ihrem positiven Nachfrageeffekt, über niedrigere Finanzierungskosten auch unmittelbar einen wichtigen Beitrag zur Budgetverbesserung leisten.

Ob dieses optimistischere der beiden Szenarien letztlich eintritt, wird vor allem von einer geschickten Abstimmung von Fiskal- und Geldpolitik sowie von einer klaren Linie strukturpolitischer Reformen abhängen, die Vertrauen und Zuversicht in die künftigen Chancen für Wachstum und Beschäftigung schaffen und stärken kann.

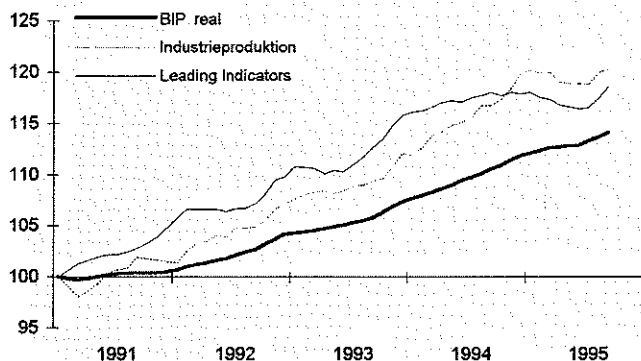
Konjunktur in den USA gebremst

Die etappenweise Anhebung der Leitzinsen durch die Notenbank der USA im Jahresverlauf 1994 dämpfte im 1. Halbjahr 1995 die Konjunktur unerwartet rasch. Im II. Quartal fiel das BIP-Wachstum auf eine saisonbereinigte Jahresrate von lediglich 1,3%, die Sorge über eine inflationäre Überhitzung der Konjunktur wich zeitweise der Befürchtung eines abrupten Falls in die Rezession. Solche Bedenken wurden zuletzt zerstreut, als die Wirtschaftsleistung im III. Quartal um hochgerechnet 4,2% expandierte. Bereinigt um irreguläre Schwankungen, scheint der von der Wirtschaftspolitik beabsichtigte allmähliche Abschwung („soft landing“) der Konjunktur gelungen zu sein.

Unter dem Eindruck des Zinsanstiegs ließ vor allem die Nachfrage im Wohnbau und nach dauerhaften Konsumgütern nach. Auch die Investitionstätigkeit der Unternehmen war zuletzt weniger lebhaft als zu Jahresbeginn, blieb jedoch die stärkste Triebkraft der Konjunktur. Der Export

Wirtschaftsdaten der USA

Saisonbereinigt, Jänner 1991 = 100



expandierte — trotz der Mexiko-Krise — anhaltend kräftig, in weiterer Folge wurde er durch den Wertverlust des Dollars beflügelt. Dämpfende Impulse kamen vor allem von der öffentlichen Nachfrage und der Lagerbildung. Der Arbeitsmarkt reagierte zunächst rasch auf den Produktionsabschwung, dennoch stieg die Arbeitslosenquote bisher nur geringfügig. Seit dem Frühjahr hat auch der Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe merklich nachgelassen.

Die wirtschaftspolitische Orientierung war zuletzt vom Konflikt zwischen der Regierung und dem Kongreß über den Kurs der Fiskalpolitik geprägt. Der Streit ging weniger um das grundsätzliche Ziel — beide Seiten wollen den Staatshaushalt in der ersten Hälfte der nächsten Dekade ausgeglichen sehen — als um den Verlauf der Konsolidierung, die Höhe der anzustrebenden Abgabenquote und die inhaltlichen Schwerpunkte von Ausgabenkürzungen. Mit einem vorläufigen Kompromiß wurde die mit Erreichen der Verschuldungsgrenze eingetretene Ausgabenblockade überwunden.

Nach dem Abflauen der Konjunktur hat die Geldpolitik nunmehr auf Lockerung geschaltet. Im Juli wurde der Geldmarktsatz (federal funds rate) um $\frac{1}{4}$ Prozentpunkt gesenkt, weitere Zinssenkungsschritte werden erwartet. Die entschiedenen Bemühungen um Abbau des Budgetdefizits geben der Notenbank größeren Spielraum.

Für 1996 und 1997 zeichnet sich ein mäßiges Wachstum des BIP von rund 2½% im Jahresrhythmus ab. Konjunkturmotor bleibt der Export, er wird von stabilen Lohnstückkosten und dem niedrigeren Wechselkurs sowie — voraussichtlich — von der Wirtschaftsbelebung in Japan profitieren. Seitens der Binnennachfrage wird das Wachstum von der relativ hohen Verschuldung der privaten Haushalte, der Lageranpassung und der zurückhaltenden Ausgabenpolitik der öffentlichen Hand gedämpft. Dennoch wird sich — aufgrund von Terms-of-Trade-Verlusten und einem wachsenden Fehlbetrag im Saldo der Faktoreinkommen — die Leistungsbilanz nur zögernd verbessern.

Schleppende Erholung in Japan

Erste Anzeichen einer Belebung der Konjunktur in Japan erwiesen sich Anfang 1995 als trügerisch; die neuerliche Aufwertung des Yen und die Folgen des Erdbebens von

Abbildung 5

Wirtschaftszahlen der USA

Übersicht 5

	1994	1995	1996	1997
	Veränderung gegen das Vorjahr in % real			
Privater Konsum	+ 3,5	+ 3,0	+ 2,5	+ 2,5
Öffentlicher Konsum	— 0,7	— 0,5	— 0,5	— 0,5
Brutto-Anlageinvestitionen	+ 12,3	+ 9,8	+ 5,5	+ 4,5
Wohnungs- und Hausbau	+ 8,6	— 2,0	+ 3,5	+ 3,5
Übrige Investitionen	+ 13,7	+ 14,0	+ 6,0	+ 5,0
Inländische Endnachfrage	+ 4,1	+ 3,5	+ 2,5	+ 2,5
Lagerbildung ¹⁾	+ 0,6	— 0,3	— 0,3	± 0,0
Gesamte Inlandsnachfrage	+ 4,7	+ 3,3	+ 2,3	+ 2,5
Exporte i. w. S.	+ 9,0	+ 10,3	+ 9,8	+ 9,8
Waren	+ 11,4	+ 13,0	+ 11,5	+ 11,0
Importe i. w. S.	+ 13,4	+ 10,8	+ 7,0	+ 7,3
Waren	+ 15,0	+ 11,5	+ 7,8	+ 7,8
Außenbeitrag ¹⁾	— 0,7	— 0,3	+ 0,3	+ 0,3
Brutto-Inlandsprodukt	+ 4,1	+ 3,0	+ 2,5	+ 2,8
Deflator	+ 2,1	+ 2,0	+ 2,0	+ 2,0
Nominell	+ 6,2	+ 5,0	+ 4,8	+ 4,8
Produktivität				
BIP je Erwerbstätigen	+ 0,9	+ 1,5	+ 1,5	+ 1,5

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

Kobe hielten die Wirtschaft weiter in der seit Jahren währenden Stagnation. Angesichts ungünstiger Beschäftigungsaussichten blieben die Konsumenten mit Ausgaben zurückhaltend, der Wechselkurseffekt verstärkte die Importneigung, und im Export gingen Marktanteile verloren.

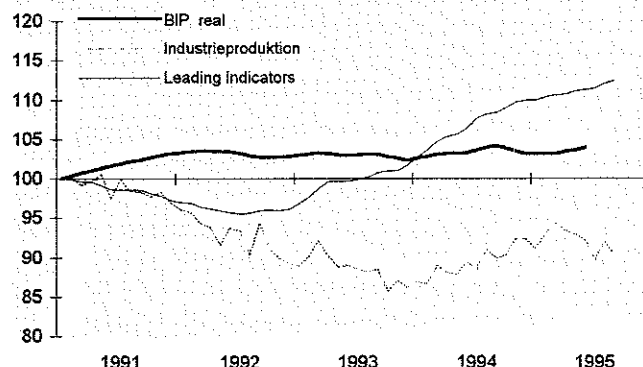
Die Wirtschaftspolitik bemühte sich, mit einer neuerlichen Diskontsatzsenkung Anfang September — auf nunmehr lediglich $\frac{1}{2}$ % — und einem weiteren fiskalischen Belebungsprogramm der Konjunktur Impulse zu geben. Obwohl ähnliche Maßnahmen bisher wenig Erfolg gezeitigt hatten, hofft man, daß sie gemeinsam mit dem zuletzt rückläufigen Yen-Kurs die Zuversicht im privaten Sektor stärken und, ausgehend von den Investitionen der Unternehmen, die lange erwartete Belebung der Konjunktur in Gang setzen können. Eine anhaltend expansive Geldpolitik sollte es den Banken erleichtern, ihre schwere Liquiditätskrise zu überwinden. Auch öffentliche Finanzhilfen werden hiezu beitragen; im übrigen hat freilich die Fiskalpolitik ihre Möglichkeiten weitgehend erschöpft und muß in Zukunft wohl auf einen Konsolidierungskurs einschwenken.

Wenn es gelingt, den Pessimismus von privaten Haushalten und Unternehmen zu überwinden und ihre Ausgabenneigung zu stärken, könnte 1996 ein zögernder Aufschwung in Gang kommen; das BIP-Wachstum würde

Wirtschaftsdaten Japans

Abbildung 6

Saisonbereinigt, Jänner 1991 = 100



Wirtschaftszahlen Japans

Übersicht 6

	1994	1995	1996	1997
	Veränderung gegen das Vorjahr in % real			
Privater Konsum	+ 2,2	+ 0,8	+ 1,8	+ 2,3
Öffentlicher Konsum	+ 2,8	+ 2,5	+ 2,0	+ 2,0
Brutto-Anlageinvestitionen	- 2,3	+ 0,5	+ 3,5	+ 4,3
Inländische Endnachfrage	+ 0,8	+ 1,0	+ 2,5	+ 3,0
Lagerbildung ¹⁾	+ 0,2	± 0,0	± 0,0	± 0,0
Gesamte Inlandsnachfrage	+ 1,0	+ 1,0	+ 2,3	+ 3,0
Exporte i. w. S.	+ 5,0	+ 6,0	+ 6,0	+ 7,5
Waren	+ 1,9	+ 5,3	+ 6,0	+ 8,0
Importe i. w. S.	+ 8,4	+ 10,3	+ 9,0	+ 8,3
Waren	+ 13,9	+ 13,0	+ 10,0	+ 9,0
Außenbeitrag ¹⁾	- 0,4	- 0,5	- 0,5	- 0,3
Brutto-Inlandsprodukt	+ 0,5	+ 0,3	+ 1,8	+ 2,8
Deflator	+ 0,1	- 1,0	- 0,5	+ 0,3
Nominell	+ 0,7	- 0,5	+ 1,3	+ 3,0
Produktivität				
BIP je Erwerbstätigen	+ 0,5	+ 0,3	+ 1,8	+ 2,5

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

sich dann im folgenden Jahr auf durchschnittlich 2¼% beschleunigen. Die Unterauslastung des Produktionspotentials — im Ausmaß von über 4% — kann dennoch dadurch kaum verringert werden. So bleiben die Deflatoren sowohl des privaten Konsums als auch des Brutto-Inlandsproduktes vorerst negativ, allenfalls wird 1997 die Erhöhung indirekter Steuern eine Trendumkehr bewirken. Der hohe Leistungsbilanzüberschuß sinkt nur allmählich auf eine Größenordnung von 2,1% des BIP.

Deutsche Wirtschaft überwindet Wachstumspause

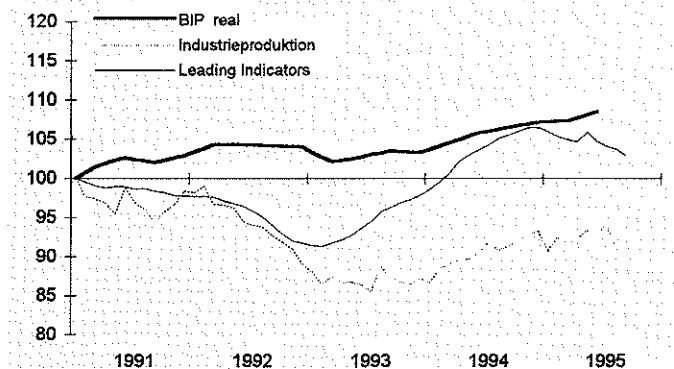
Nach einer zügigen Belebung im Jahresverlauf 1994 hat sich die Konjunktur in Deutschland seit Anfang 1995 zunehmend eingetrübt. Eine neuerliche abrupte effektive Aufwertung der DM im Zuge der Wechselkursstürbungen im März drohte binnen kurzem den Export, den wichtigsten Konjunkturmotor, zu schwächen. Wenig später kamen nach Streikaktionen in der Metallindustrie Lohnabschlüsse zustande, die die in den letzten Jahren durch zum Teil mühsame Rationalisierung erzielte Ertragsverbesserung in diesem und anderen Schlüsselsektoren wieder in Frage stellten. Beide Entwicklungen erschütterten das eben erst aufgehellte Geschäftsklima und lösten unmittelbar eine Anpassung der Lagerbestände an die gedämpften Aussichten aus. Kosten sparende Investitionen wurden unvermindert weitergeführt. Nach der Jahresmitte schlugen sich die ungünstigen Vorzeichen auch in einer Stagnation der Industrieproduktion und einem Rückgang der Kapazitätsauslastung nieder, wiewohl mittlerweile die effektive Aufwertung der DM auf den Devisenmärkten teilweise korrigiert worden war.

Trotz der Abschwächung der Konjunktur, nachlassender Inflation und zeitweise rückläufiger Geldmengenentwicklung steuerte die Geldpolitik einen vorsichtigen Kurs. Nach einem ersten, kleineren Schritt im März senkte die Deutsche Bundesbank im August den Diskont- und den Lombardsatz um jeweils ½ Prozentpunkt auf 3½% bzw. 5½%. Obwohl auch die langfristigen Zinsen bis zuletzt deutlich nachgaben, ist gleichzeitig die Zinsertragskurve deutlich steiler geworden.

Wirtschaftsdaten Deutschlands

Abbildung 7

Saisonbereinigt, Jänner 1991 = 100



Die Fiskalpolitik hält trotz schwächerer Steuereingänge und Kostenüberschreitungen im Gesundheitswesen ihren mittelfristigen Konsolidierungspfad. Bis 1999 soll das Defizit im Bundesetat auf unter 1% des BIP, gleichzeitig die Staatsausgabenquote auf ihr Niveau vor der deutschen Wiedervereinigung zurückgeführt werden. Trotz der generellen Steuersenkung und einer Verbesserung der Familienförderung verharret das Defizit des öffentlichen Sektors 1996 unter 3% und soll 1997 auf 2,2% sinken.

Die Hoffnung auf eine neuerliche Beschleunigung des Wirtschaftswachstums im Laufe des Jahres 1996 gründet sich auf die Überwindung des Aufwertungseffekts im Export und anhaltendes Wachstum der Auslandsmärkte. Die kräftigere Auslandsnachfrage sollte sich rasch in höheren Investitionen niederschlagen, die durch Bemühungen um Kosteneinsparungen zusätzlich verstärkt werden. Erstmals seit Jahren sollte auch der private Verbrauch 1996 kräftig expandieren, wenn die realen verfügbaren Einkommen einerseits durch die niedrige Inflation, andererseits durch Steuererleichterungen gestärkt werden. Für einen nennenswerten Abbau der Arbeitslosigkeit besteht angesichts der gestiegenen Lohnkosten selbst bei wieder lebhaftem Wachstum wenig Aussicht. Das Leistungsbilanzdefizit verharret bis 1997 bei etwa ½% des BIP.

Wirtschaftszahlen Deutschlands

Übersicht 7

	1994	1995	1996	1997
	Veränderung gegen das Vorjahr in % real			
Privater Konsum	+ 0,9	+ 1,5	+ 2,5	+ 2,8
Öffentlicher Konsum	+ 1,2	+ 1,3	+ 1,5	+ 1,5
Brutto-Anlageinvestitionen	+ 4,3	+ 1,8	+ 2,3	+ 5,3
Ausrüstungsinvestitionen	- 1,2	+ 4,0	+ 6,0	+ 8,0
Bauinvestitionen	+ 7,8	+ 0,5	± 0,0	+ 3,5
Inländische Endnachfrage	+ 1,7	+ 1,5	+ 2,3	+ 3,0
Lagerbildung ¹⁾	+ 1,1	+ 0,3	- 0,3	± 0,0
Gesamte Inlandsnachfrage	+ 2,8	+ 1,8	+ 2,0	+ 3,0
Exporte i. w. S.	+ 7,5	+ 4,8	+ 6,5	+ 7,5
Waren	+ 10,2	+ 6,9	+ 6,8	+ 7,5
Importe i. w. S.	+ 7,1	+ 3,8	+ 6,5	+ 7,8
Waren	+ 5,9	+ 4,8	+ 7,0	+ 8,3
Außenbeitrag ¹⁾	+ 0,1	+ 0,3	± 0,0	± 0,0
Brutto-Inlandsprodukt	+ 2,9	+ 2,0	+ 2,0	+ 3,0
Deflator	+ 2,3	+ 2,0	+ 2,0	+ 2,0
Nominell	+ 5,2	+ 4,0	+ 4,0	+ 5,0
Produktivität				
BIP je Erwerbstätigen	+ 3,6	+ 2,0	+ 1,5	+ 2,5

Q: OECD, eigene Schätzungen. — ¹⁾ Beitrag zum Wachstum des realen Brutto-Inlandsproduktes in Prozentpunkten

Nach der Überwindung der Transformationskrise setzen sich in Osteuropa zunehmend die Wachstumskräfte durch. In jenen Ländern, die frühzeitig und zielstrebig

Aufschwung gewinnt in Osteuropa an Schwung

marktwirtschaftliche Reformen eingeleitet hatten — wie in Tschechien und Polen — ist bereits ein kräftiger Wirtschaftsaufschwung in Gang gekommen, mit jährlichen Steigerungsraten des BIP von 4% bis mehr als 6%. Überraschend schnell haben auch die Slowakei und Slowenien die jeweils mit der Abtrennung vom früheren Staatsverband und der Umstellung der Wirtschaft verbundenen Probleme bewältigt. Die rumänische Wirtschaft ist seit 1994 ebenfalls auf einen Wachstumspfad eingeschwenkt.

In Ungarn, wo die Reformen zögerlicher in Angriff genommen worden waren, kommt die Belebung nur schleppend voran. Trotz des großen Interesses ausländischer Investoren verharret die Leistungsbilanz bei einem hohen Defizit, die Auslandsverschuldung bedeutet eine Barriere für rasches Wirtschaftswachstum. Eine Hürde ist auch das hohe Defizit im Staatshaushalt, das die Regierung zu starken fiskalpolitischen Restriktionen veranlaßt. Die Erzielung höherer öffentlicher Einnahmen wird auch durch die mühsam vorankommende Privatisierung von Staatsbetrieben behindert.

Wirtschaftswachstum in Osteuropa und der GUS

Übersicht 8

Brutto-Inlandsprodukt

	1994	1995	1996
	Veränderung gegen das Vorjahr in % real		
Bulgarien	+ 1,4	+ 2,0	+ 4,0
Slowakei	+ 4,8	+ 6,0	+ 5,0
Tschechien	+ 2,6	+ 4,0	+ 5,0
Ungarn	+ 2,0	+ 1,3	+ 0,8
Polen	+ 5,0	+ 6,5	+ 5,5
Rumänien	+ 3,4	+ 4,0	+ 4,0
Slowenien	+ 5,0	+ 5,0	+ 5,0
Rußland	- 15,0	- 5,0	± 0,0
Ukraine	- 2,3	- 10,0	- 2,0

Q: Gemeinschaftsgutachten deutscher Wirtschaftsforschungsinstitute

Für 1996 und 1997 wird allgemein eine Fortsetzung des Wachstums im bisherigen Tempo, doch keine Beschleunigung erwartet. Die labile Konjunktur in Westeuropa ist auch für die Entwicklung in Osteuropa ein Unsicherheits- und Risikofaktor, da in vielen Ländern das Wachstum von seiten der Zahlungsbilanz beschränkt ist und die Höhe der Exporterlöse daher von entscheidender Bedeutung ist. In den meisten Ländern dürfte sich der Preisauftrieb weiter abschwächen, mit Ausnahme Tschechien und der Slowakei bleibt jedoch die Inflationsrate zweistellig. Die statistisch ausgewiesene Arbeitslosenquote ist nur in Tschechien mit etwa 4½% niedrig, in den anderen Ländern liegt sie jeweils zwischen 10% und 15%.

Modest Growth and High Price Stability Projected for the OECD Area

Summary

Following a speedy recovery in 1994, western economies have shifted towards a slower growth path in 1995. At present there is little evidence to suggest that activity may soon reaccelerate. Therefore, inflation should remain at its present low level, while high unemployment in Europe is unlikely to fall substantially.

Instead of gaining further momentum according to the usual pattern, demand and output have slowed in the OECD area during the course of 1995. Aggregate GDP may have expanded by 2 1/4 percent, following the almost 3 percent annual rate in 1994. Little acceleration is projected until end-1997; with a growth rate below 3 percent output remains well below potential. Inflationary pressures are thereby kept at bay, an even further weakening seems possible. Employment prospects, on the other hand, are unlikely to become substantially brighter and jobless rates remain too high nearly everywhere.

In spite of lackluster activity spreading over most of the OECD area — hardly any of the major countries except Canada is likely to attain a 3 percent annual growth rate before the end of 1997 — and overall growth differentials being small, individual countries are in rather different cyclical positions. In the U. S., the strong recovery passed its peak in 1994 and, as a consequence of preemptive monetary tightening, demand and output have staged a „soft landing“. The Japanese economy, on the other hand, has been kept in a recession over the last four years which even sustained ex-

pansionary action by fiscal and monetary policy has not been able to overcome, since it is superseded by problems of structural adjustment concentrated in the financial sector. However, most disappointing has been the early faltering of the recovery in western Europe, reasons which vary from country to country. A common factor were the marked exchange rate shifts — devaluation of the dollar and of several southern European currencies — in spring 1995. These shifts, although being in part corrected subsequently, have undermined competitiveness of hard-currency countries, thereby weakening exports, the major force of expansion; in the weaker-currency countries, at the same time, they gave rise to interest rate hikes — in order to rein in further risks to price and exchange rate stability — which dampen domestic demand.

With the prospects for slower growth, continued high price stability and greater resolution of governments to reduce excessive fiscal deficits, interest rates have generally come down in recent months and the trend is unlikely to reverse soon. Low interest rates and the generally good profit situation should strengthen business confidence and the propensity to invest, even if the short-term demand outlook remains fragile. In Europe, simultaneous efforts of fiscal retrenchment undertaken in many countries are likely to lead to shortfalls in demand and output, amplified by multiplier effects. To what extent this restrictive impact will be offset by low interest rates and confidence effects created by the consolidation process itself, remains to be seen.