

## Die Konjunktur in den westlichen Industriestaaten

### Die Konjunkturlage im Herbst 1987 und Prognosen für 1988

#### Gegenwärtige Lage

Die Wirtschaft der Industrieländer hat sich im Laufe des 1. Halbjahres 1987 allmählich vom Einbruch um die Jahreswende 1986/87 erholt. Der Anstieg von Nachfrage und Produktion setzte sich bis zum Herbst in unverändertem Tempo fort (Abbildung 1). Auch die Konjunkturklimaindikatoren zeigten in den meisten Ländern wieder nach oben (siehe die Entwicklung der Leading Indicators in Abbildung 2). Im 1. Halbjahr 1987 expandierte das reale Brutto-Nationalprodukt in der OECD insgesamt mit +2,7% um rund ½ Prozentpunkt stärker als erwartet. Diese Entwicklung erklärt sich aus dem überraschend hohen Wirtschaftswachstum in Nordamerika und vor allem in Japan. Das Wachstum war auch in Großbritannien stärker als erwartet, in der BRD und in Italien dagegen schwächer. Die weitere Dollarabwertung führte zu Anpassungen der realen Nachfrage, wodurch in den USA das Wirtschaftswachstum zunehmend von den Nettoexporten getragen wird, wogegen in Europa und Japan vom realen Außenbeitrag dämpfende Effekte auf das Wirtschaftswachstum ausgehen. Trotz beträchtlicher realer Anpassungen aufgrund der Dollarschwäche blieben die Ungleichgewichte in den Lei-

stungsbilanzen zwischen den drei wichtigsten Welt-handelsnationen — in Dollar gemessen — unverändert hoch

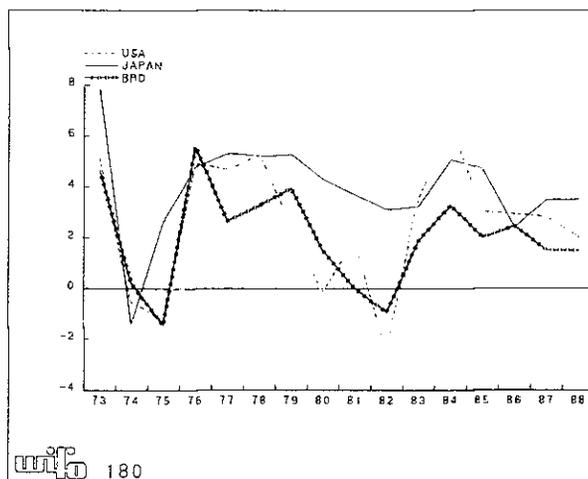
Wie labil die Weltwirtschaftslage dennoch ist, signalisierte der Börsenkrach vom 19. Oktober 1987 ("Schwarzer Montag"), der zu Aktienkursstürzen führte, die mit jenen vom Oktober 1929 durchaus vergleichbar waren. Was letztlich zu dieser Finanzkrise führte, ist noch nicht restlos geklärt. Eine Reihe ungelöster Probleme dürfte aber den Ausschlag dafür gegeben haben: Verschuldungsprobleme der Dritten Welt, Zwillingdefizite in den USA (im Budget und in der Leistungsbilanz), ein offensichtlicher Bruch des "Louvre-Abkommens" vom Februar 1987 (d. h. zu wenig wirtschaftspolitische Kooperationsbereitschaft, vor allem der BRD) und letztlich die unverhohlene Ankündigung von US-Finanzminister Baker am Freitag vor dem Börsenkrach, die USA würden den Dollarwechsellkurs als "Handelswaffe" gegen Europa und Japan einsetzen, d. h. man würde ihn ungebremst fallen lassen<sup>1)</sup>

Die künftige Konjunkturentwicklung in den Industrieländern hängt wesentlich davon ab, wie sich der Börsenkrach direkt oder indirekt auf Konsum und Investitionen auswirken wird und welche Reaktionen von der Wirtschaftspolitik zu erwarten sind. Bezüglich der möglichen realen Auswirkungen des Börsenkrachs gibt es zwei Denkschulen: Die eine sieht im Aktienkurssturz ein rein finanzielles Phänomen, da die Aktienbörsen nur als "Casino-Wirtschaft" gesehen werden. Zwar gab es individuelle Vermögensverluste, aber da an der Börse nur mit überschüssigem "Spielkapital" spekuliert wird, werden die Vermögensverluste nur als Buchverluste wahrgenommen, die zudem kaum die in den letzten Jahren angefallenen Buchgewinne überstiegen. Die Entscheidungen im realen Sektor der Wirtschaft (Konsum, Investitionen) werden davon nicht beeinträchtigt. Ein Anhänger dieser These ist Milton Friedman.

Nach der anderen Schule ergeben sich durchaus Rückwirkungen der Börsenkrise auf den realen Sektor der Wirtschaft. Der wichtigste Kanal, über den der Aktienkurssturz auf den privaten Konsum dämpfend wirkt, ist der "Vermögenseffekt" (oder Pigou-Effekt). In den USA dürfte der Börsenkrach Vermögen der privaten Haushalte im Ausmaß von 750 Mrd. \$ ver-

Abbildung 1

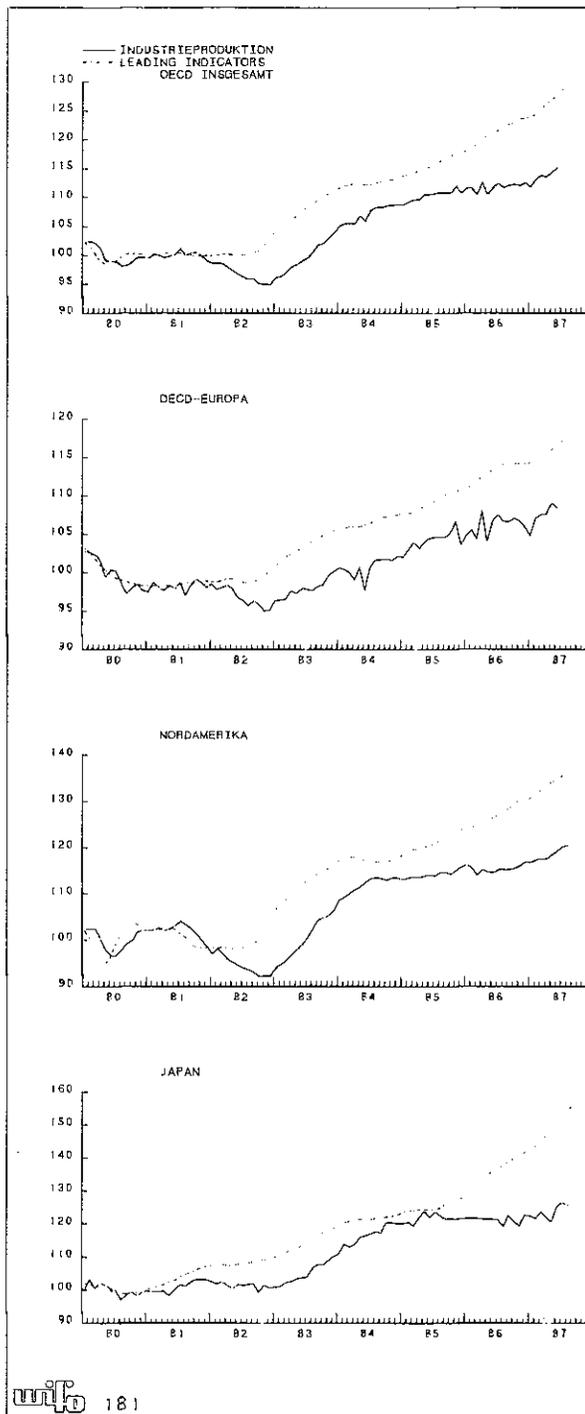
**Konjunkturzyklen**  
(Reales BNP bzw. BIP, Veränderung gegen das Vorjahr in %)



<sup>1)</sup> Siehe hierzu Handler, H., Kramer, H. "Turbulenzen an den internationalen Aktienbörsen", WIFO-Monatsberichte, 11/1987 S. 668ff

Abbildung 2

Industrieproduktion und Leading Indicators  
Saisonbereinigt, 1980 = 100



nichtet haben. Als Anpassung an diesen Vermögensverlust dürften die Konsumenten ihre Ausgaben (laut OECD-Schätzungen in den USA im Ausmaß von 1 Prozentpunkt) einschränken. Ein zweiter Wirkungskanal ist der Effekt auf die Sachanlageinvestitionen entweder über eine Einschränkung der Kreditmöglichkeiten oder über eine Geringerbewertung des be-

stehenden Sachkapitals (Tobins q-Effekt). Drittens dürfte der Börsenkrach das allgemeine Geschäfts- und Konsumklima beeinträchtigen

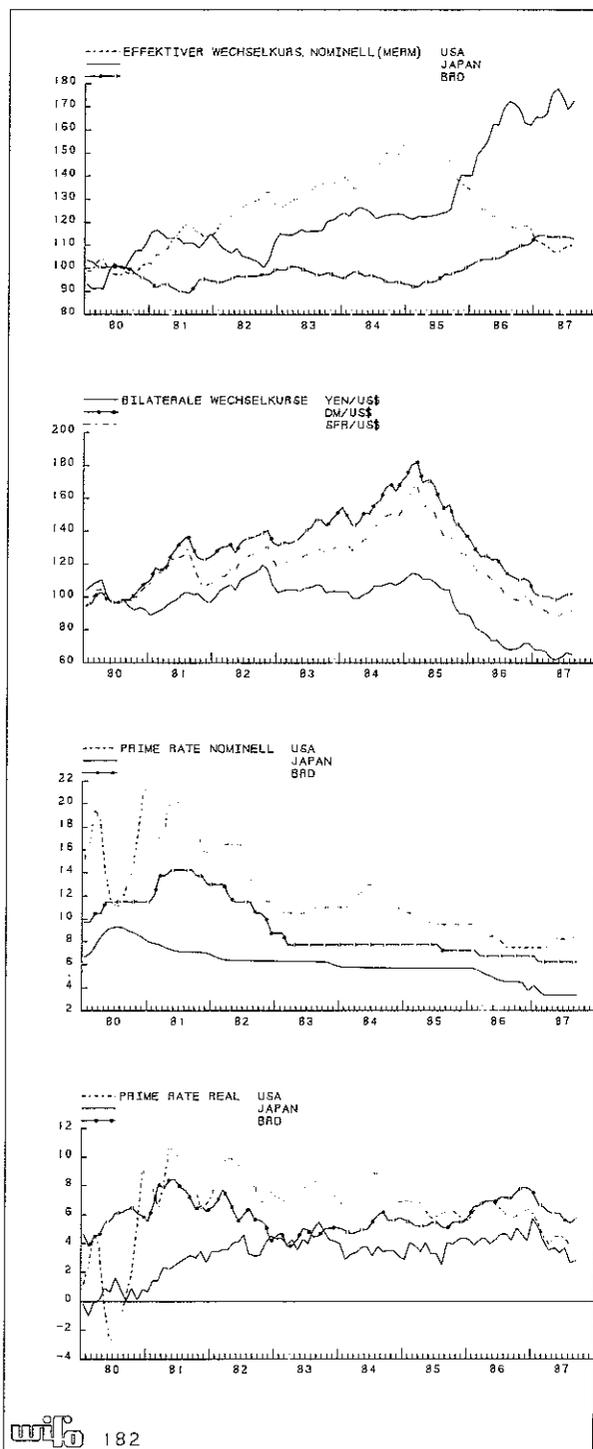
Wie stark diese Effekte tatsächlich wirken, ist schwer abzuschätzen, zumal Vermögenseffekte bisher in makroökonomischen Modellen internationaler Prognoseinstitutionen (z. B. "Interlink" der OECD) gar nicht berücksichtigt waren. Dennoch wird von vielen nationalen Prognosestellen und auch von der OECD eher mit negativen Einflüssen des Börsenkrachs auf die reale Wirtschaft gerechnet. Da in den USA der Aktienbesitz breiter gestreut ist als in allen anderen Industrieländern, dürfte der Vermögenseffekt — wenn überhaupt — dort am stärksten ausfallen. Die OECD nimmt daher an, daß durch das direkte Wirken des Vermögenseffektes in den USA das BNP gegenüber den Überlegungen vor dem Börsenkrach 1988 real um ½ Prozentpunkt und 1989 um 1 Prozentpunkt weniger wachsen wird. Über die internationalen Transmissionskanäle (Außenhandel, Finanztransaktionen) wird demgemäß die BNP-Zuwachsrates in Japan und in der BRD 1988 um ¼ Prozentpunkt und 1989 um ½ Prozentpunkt sinken. Die direkten Auswirkungen auf die kleineren Industrieländer sind minimal, nur durch indirekte Wirkungen (über den Handel mit den großen Ländern) werden die Wachstumsaussichten in den kommenden Jahren gedämpft. In der OECD insgesamt dürfte in diesem Szenario das Wachstum des realen BNP 1988 um ¼ Prozentpunkt und 1989 um ¾ Prozentpunkte geringer sein als nach den bisherigen Prognosen. Die genannten Effekte könnten dadurch gemildert werden, daß der Inflationsauftrieb schwächer ausfällt und das nominelle Zinsniveau sinkt

Viel gravierender als die möglichen dämpfenden Einflüsse aufgrund des Vermögenseffektes könnten die Auswirkungen der durch den Börsenkrach ausgelösten Änderungen der Wirtschaftspolitik sein. Einerseits würde eine Fortsetzung der Abwertung des Dollars, wie sie nach dem Börsenkrach festzustellen war, die Exportchancen von Europa und Japan erheblich verringern und damit Wachstumseinbußen bringen. In dieselbe Richtung würde eine schärfere Budgetkonsolidierung in den USA als bisher geplant wirken, sofern nicht in Europa (BRD) und in Japan (wo bereits ein Konjunkturstimulierungsprogramm implementiert wurde) zusätzliche Anstrengungen zur Gegensteuerung der deflationären Tendenzen in den USA unternommen werden

Sollte dagegen die Geldpolitik — die im September und Oktober bereits wieder restriktiv zu werden drohte, um einen neuerlichen Preisauftrieb zu vermeiden — nach dem Börsenkrach ihren geänderten Kurs einhalten (sinkende Nominalzinsen), dann könnte eine Entlastung für Konsumenten und Investoren ein-

Abbildung 3

Wechselkurse (Index 1980 = 100) und Zinsentwicklung  
(in Prozentpunkten)



treten Alle diese Kombinationsmöglichkeiten politischer Koordination oder weiterer Nichtkoordination sind noch nicht abzusehen. Die Prognosen für 1988 sind daher mit besonders hohen Risiken und Unsicherheiten behaftet. Aller Wahrscheinlichkeit nach muß aber im kommenden Jahr in der gesamten

OECD-Region mit einer "Wachstumsrezession" gerechnet werden.

### Prognosen für 1987 und 1988

Aufgrund der angeführten Überlegungen macht das WIFO für 1987 und 1988 folgende Kompromiß-Prognosen: Für 1987 wird mit 2,8% in der OECD insgesamt und mit 2,3% in OECD-Europa das Wirtschaftswachstum höher ausfallen, als bisher angenommen wurde (Übersicht 1) Im Gegensatz zu den bisherigen Prognosen wird sich aber das Wachstum des realen BNP 1988 abschwächen (auf 2,3% in OECD insgesamt bzw. 1,8% in OECD-Europa).

### Arbeitsmarkt

Die Beschäftigung dürfte in der OECD insgesamt auch 1987 — wie schon 1986 — um 1½% wachsen. In den USA hat sich das hohe Beschäftigungswachstum der Vorjahre sogar noch beschleunigt (auf +2¾% 1987) Nur in Kanada nahm die Beschäftigung heuer mit +2½% (nach +3% 1986) annähernd so rasch zu wie in den USA. In den großen europäischen Ländern beschleunigte sich der Beschäftigungszuwachs bloß in Großbritannien (+1¼% nach +½% 1986) Die unerwartet rasche Beschäftigungsausweitung in Nordamerika war der Hauptgrund dafür, daß die Arbeitslosenraten sanken (in den USA von 7,0% 1986 auf 6¼% 1987, in Kanada von 9,6% auf 9%). Während in Japan der Exporteinbruch die Arbeitslosigkeit auf eine Rate von 3% steigen ließ (von 2,8% 1986), hat sie in Europa in einigen Ländern abgenommen (BRD, Finnland, Niederlande, Portugal, Spanien, Schweden), in der Mehrzahl der Länder verharrte sie auf gleichem Niveau, und in einigen ist sie weiter gestiegen (Frankreich, Italien, Österreich, Dänemark, Norwegen). Angesichts der zu erwartenden "Wachstumsrezession" in den meisten Industrieländern wird der Abbau der Arbeitslosigkeit im kommenden Jahr kaum weitere Fortschritte machen. In der OECD insgesamt wird die Arbeitslosenrate — nach der Abnahme von 8,3% 1986 auf 8% 1987 — auf dem gleichen Niveau verharren (das bedeutet über 30 Millionen Arbeitslose). In OECD-Europa wird die Arbeitslosigkeit sogar wieder steigen (auf 11% oder 19½ Millionen; Übersicht 2).

### Inflation

Der Prozeß der Disinflation in den Industrieländern — der 1986 durch den Erdölpreisverfall verstärkt wurde — ist im Laufe dieses Jahres zum Stillstand gekommen. Der Preisauftrieb auf der Verbraucherebene hat sich wieder leicht beschleunigt, nachdem die Ener-

Übersicht 1

Wirtschaftswachstum

	Gewicht <sup>1)</sup>	Brutto-National- und -Inlandsprodukt			Gewicht <sup>2)</sup>	Industrieproduktion		
		1986	1987	1988		1986	1987	1988
		Veränderung gegen das Vorjahr in %				Veränderung gegen das Vorjahr in %		
USA <sup>3)</sup>	41,3	+2,9	+2,8	+2,0	32,9	+1,0	+3,3	+4,3
Japan <sup>3)</sup>	13,9	+2,4	+3,5	+3,5	15,3	-0,3	+1,8	+3,0
BRD <sup>3)</sup>	8,1	+2,5	+1,5	+1,5	13,1	+2,0	-0,3	+1,8
Frankreich	7,0	+2,0	+1,3	+1,3	8,4	+0,7	+1,8	+1,3
Großbritannien	6,3	+3,3	+3,8	+2,5	6,8	+2,0	+5,0	+3,5
Italien	4,5	+2,7	+3,0	+1,8	6,1	+3,2	+2,5	+2,8
Kanada <sup>3)</sup>	3,8	+3,3	+3,8	+3,0	3,2	+1,3	+3,8	+3,3
Große Industrieländer	84,9	+2,8	+2,8	+2,3	85,8	+1,1	+2,5	+3,3
Spanien	2,4	+3,4	+4,5	+3,3	2,6	+3,0	+4,0	+3,8
Australien	2,1	+1,5	+3,8	+2,0	1,5	+6,3	+9,0	+6,0
Niederlande	1,8	+2,4	+1,8	+1,0	1,9	+1,4	+1,0	-0,5
Schweden	1,3	+1,3	+2,5	+1,8	1,3	+0,4	+3,0	+2,0
Belgien	1,1	+2,3	+1,5	+1,3	1,5	+1,0	+2,0	+2,0
Schweiz	1,3	+2,7	+1,5	+1,3	1,7	+4,1	+1,0	+1,0
Österreich	0,9	+1,7	+1,0	+1,0	1,1	+1,1	-2,0	+0,0
Dänemark	0,8	+3,4	-1,0	-1,0	.	.	.	.
Türkei <sup>3)</sup>	0,7	+8,0	+6,5	+5,5	.	.	.	.
Norwegen	0,7	+4,4	+1,8	+0,5	0,9	+3,4	+5,0	+3,0
Finnland	0,7	+2,4	+3,3	+2,5	0,6	+0,7	+3,5	+2,5
Griechenland	0,5	+1,3	-0,5	+1,5	0,4	-1,0	+1,3	+2,0
Neuseeland	0,3	+1,2	-0,3	+1,8	.	.	.	.
Portugal	0,3	+4,3	+4,3	+3,0	0,4	+11,7	+5,0	+4,0
Irland <sup>3)</sup>	0,2	-1,6	+2,0	-0,3	0,2	+2,3	+6,5	+2,0
Luxemburg	0,0	+2,5	+1,8	+2,0	0,1	+2,8	+2,3	+2,8
Island <sup>3)</sup>	0,0	+6,2	+4,8	+3,0	.	.	.	.
Kleine Industrieländer	15,1	+2,7	+2,5	+1,8	14,2	+2,7	+3,0	+2,5
OECD insgesamt	100,0	+2,7	+2,8	+2,3	100,0	+1,3	+2,5	+3,0
OECD-Europa	38,6	+2,7	+2,3	+1,8	47,1	+1,9	+2,0	+2,3
EG	33,0	+2,6	+2,3	+1,8	41,5	+1,9	+2,0	+2,3
EFTA	4,9	+2,3	+2,0	+1,5	5,6	+2,2	+2,0	+1,8

Q: OECD IMF nationale und eigene Schätzungen — <sup>1)</sup> In % des OECD-BNP 1982 — <sup>2)</sup> In % der OECD-Industriewertschöpfung 1980 — <sup>3)</sup> Brutto-Nationalprodukt

gie- und Rohwarenpreise wieder angezogen hatten. Zudem hat in Nordamerika die Dollarabwertung die importierte Inflation angefacht. Eine mäßige Lohnkostenentwicklung hat dagegen eher zur Preisberuhigung beigetragen. Nach dem Wegfall der positiven Terms-of-Trade-Wirkung vom Vorjahr werden sich 1987 und 1988 die Inflationsraten (Verbraucherpreise) wieder an die BNP- bzw. BIP-Deflatoren ("underlying inflation rate") anpassen. In der OECD insgesamt wird sich die Inflationsrate von 3¼% 1987 auf 3½% 1988 erhöhen, in OECD-Europa auf 4¼% (Übersicht 2).

Nicht nur die Erdölpreise haben im Laufe dieses Jahres wieder angezogen, auch die übrigen Rohwarenpreise sind nach der gedrückten Entwicklung zur Jahreswende 1986/87 wieder gestiegen. Vor allem die Industrierohstoffe profitierten von der Erholung der Industrieproduktion<sup>2)</sup>. Seit Herbst 1987 haben sich die Rohstoffpreise — ohne Erdöl — beruhigt. Ein Großteil des Wiederanstiegs der Rohwarenpreise

(gemessen in Dollar) zwischen 1985 und 1987 geht auf den Dollarverfall zurück. Nach IMF-Berechnungen führt eine Abwertung des Dollars um 10% zu einem durchschnittlichen Anstieg der Rohwarenpreise (in Dollar) um rund 7,5%. Die etwas schlechteren Wirtschaftsaussichten für das kommende Jahr sowie die Verunsicherung der Märkte nach dem Börsenkrach lassen für die nahe Zukunft einen nur mäßigen weiteren Anstieg der Rohwarenpreise erwarten. Die Arbeitsgruppe für Rohstoffpreise der AIECE (Vereinigung Europäischer Konjunkturforschungsinstitute) nimmt daher an, daß sich das Wachstum der Weltmarktrohstoffpreise insgesamt (auf Dollarbasis) von 21% 1987 auf 3% 1988 verlangsamen wird. Ohne Energierohstoffe wird die Entwicklung mit +6% in beiden Jahren gleich bleiben. Die Erdölpreise haben sich nach dem OPEC-Abkommen vom Dezember 1986 (Beschränkung der Förderquoten, um einen Referenzpreis von 18 \$ je Barrel halten zu können) erholt. Internationale Prognoseinstitute nehmen an, daß der Erdölpreis (OECD-Importpreis) von 14,1 \$ je Barrel 1986 auf 17,1 \$ im Jahresdurchschnitt 1987 ansteigt und sich dann 1988 auf 18 \$ je Barrel stabilisiert.

<sup>2)</sup> Eine detaillierte Beschreibung findet sich bei Pichl C., "Entwicklung und Prognose der Weltmarktpreise für Industrierohstoffe" in diesem Heft.

Arbeitslosenraten und Inflation

	Arbeitslosenraten			Gewicht <sup>1)</sup>	Verbraucherpreise		
	1986	1987 In %	1988		1986	1987	1988
					Veränderung gegen das Vorjahr in %		
USA	7.0	6.3	6.0	46.4	+ 1.9	+ 3.5	+ 3.3
Japan	2.8	3.0	3.0	14.6	+ 0.4	- 0.3	+ 1.3
BRD	8.1	8.0	8.0	6.8	- 0.2	+ 0.3	+ 1.5
Frankreich	10.7	11.0	11.5	6.2	+ 2.5	+ 3.5	+ 3.3
Großbritannien	12.0	11.0	10.5	5.1	+ 3.4	+ 4.3	+ 5.5
Italien	13.7	14.5	15.0	4.3	+ 5.8	+ 4.5	+ 5.0
Kanada	9.6	9.0	8.5	3.7	+ 4.2	+ 4.5	+ 4.3
Große Industrieländer <sup>2)</sup>	7.6	7.3	7.0	87.1	+ 1.9	+ 2.8	+ 3.0
Spanien	21.5	20.8	20.5	2.1	+ 8.8	+ 5.5	+ 5.0
Australien	8.1	8.3	8.5	2.0	+ 9.1	+ 9.5	+ 7.0
Niederlande	12.4	11.8	11.5	1.4	+ 0.2	- 0.5	+ 0.5
Schweden	2.7	2.5	2.5	1.0	+ 4.3	+ 3.8	+ 4.0
Belgien	12.5	12.5	12.3	1.0	+ 1.3	+ 1.5	+ 2.3
Schweiz	0.8	0.8	0.8	1.1	+ 0.8	+ 1.5	+ 2.0
Österreich	5.2	5.6	6.2	0.7	+ 1.7	+ 1.5	+ 2.2
Dänemark	7.6	7.8	8.8	0.6	+ 3.7	+ 4.0	+ 4.0
Türkei	15.6	15.3	16.0	0.7	+34.4	+39.0	+35.0
Norwegen	2.0	2.3	2.5	0.5	+ 7.3	+ 9.0	+ 7.0
Finnland	6.3	6.0	6.0	0.6	+ 3.6	+ 3.5	+ 3.5
Griechenland	7.4	7.3	7.8	0.4	+23.0	+17.0	+13.0
Neuseeland	4.6	6.0	6.5	0.3	+13.2	+18.5	+10.0
Portugal	9.0	7.8	7.8	0.3	+11.8	+ 9.3	+ 7.0
Irland	18.3	19.8	20.3	0.2	+ 3.8	+ 3.0	+ 3.0
Luxemburg	1.5	1.5	1.5	0.0	+ 0.3	- 0.3	+ 0.5
Island	0.8	0.8	0.8	0.0	+22.2	+15.0	+18.0
Kleine Industrieländer <sup>2)</sup>	12.0	11.8	12.0	12.9	+ 7.3	+ 7.0	+ 6.0
OECD insgesamt <sup>2)</sup>	8.3	8.0	8.0	100.0	+ 2.5	+ 3.3	+ 3.5
OECD-Europa <sup>2)</sup>	10.9	10.8	11.0	33.0	+ 3.7	+ 4.0	+ 4.3
EG	11.8	11.5	11.8	28.4	+ 3.2	+ 3.3	+ 3.8
EFTA <sup>2)</sup>	3.1	3.3	3.3	3.9	+ 3.1	+ 3.3	+ 3.5

Q: OECD IMF, EG, nationale und eigene Schätzungen — <sup>1)</sup> Privater Konsum in % des privaten Konsums der OECD insgesamt im Jahr 1984 — <sup>2)</sup> Die Aggregate errechnen sich aus der Summe der Arbeitslosen dividiert durch die Summe des Arbeitskräfteangebotes laut OECD

Welthandel

Die Entwicklung des Welthandels wurde in den letzten eineinhalb Jahren von drei Hauptfaktoren beeinflusst. Erstens kam es als Folge des Erdölpreisverfalls im Vorjahr zu einer massiven Verbesserung der Terms of Trade von Industriewaren gegenüber Energie. Als Reaktion auf diese relative Preisverschiebung schränkten die OPEC und die Oststaaten ihre Importe ein. Zweitens hat die starke Dollarabwertung seit März 1985 zu einer Verschiebung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit innerhalb der Industrieländer geführt. Die Folge davon waren Anpassungen in den realen Nettoexporten (positive in den USA, negative in Europa und Japan). Die großen Wechselkursungleichgewichte haben sich vor allem in einer Verschiebung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der Industrie niedergeschlagen. Die US-Industrie wurde (gemessen an den Arbeitsstückkosten) wieder wettbewerbsfähiger, für die Aufwertungsländer Japan und BRD hingegen verschlechterte sich die Wettbewerbssituation. Japan hat — um nicht Marktanteile zu verlieren — Preiskonzessionen gemacht und damit

große Gewinneinbußen in Kauf genommen. Trotz der realen Anpassungen der Handelsströme haben sich die nominellen Ungleichgewichte in den Leistungsbilanzen dieser drei Welthandelsregionen noch nicht wesentlich verringert. Unter den übrigen Regionen gelingt es einigen Schwellenländern (Taiwan und Korea) zunehmend, als potente Anbieter von Industriewaren (Autos, Elektronik) aufzutreten und Überschüsse in ihren Außenwirtschaftsbilanzen zu erzielen.

Während die Effekte des Erdölpreisverfalls allmählich auslaufen und die Terms of Trade sich wieder stabilisieren, werden die Anpassungsprozesse aufgrund des anhaltenden Dollarverfalls auch in naher Zukunft eine dominierende Rolle im Welthandelsgeschehen spielen. Auch 1988 werden sich die Ungleichgewichte in den *Leistungsbilanzen* der wichtigsten Welthandelsnationen nicht spürbar verringern (Übersicht 4), obwohl die reale Anpassung (gemessen an den realen Nettoexporten laut Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnung) durchaus den Erwartungen entspricht. Angesichts dieses scheinbaren Widerspruchs wurde in jüngster Zeit wieder der bereits in den dreißiger Jah-

Übersicht 3

Entwicklung der Weltrohstoffpreise  
HWWA-Index

	Gewicht In %	1984	1985	1986	1986			1987		1988	
		Ø	Ø	Ø	III. Qu	IV. Qu	I. Qu	II. Qu	III. Qu	Ø	Ø
Veränderung gegen die Vorperiode in %											
Gesamt	100.0	- 2.0	- 3.8	-27.4	- 8.5	+ 4.1	+12.7	+ 4.0	+ 4.0	+21.0	+ 3.0
Gesamt ohne Energierohstoffe	36.8	+ 1.9	-10.1	+ 3.2	- 3.9	+ 0.7	+ 1.8	+ 3.0	+ 2.0	+ 6.0	+ 6.0
Nahrungs- und Genußmittel	15.9	+ 5.0	-12.9	+ 0.3	- 8.3	- 3.2	- 7.5	+ 0.5	- 3.8	- 8.0	+ 8.0
Getreide	4.6	+ 0.5	-12.6	-16.0	-19.0	- 1.5	- 1.7	+ 6.5	- 6.1	-11.0	+13.0
Ölsaaten, Öle	2.9	+13.2	-26.6	-17.4	- 5.8	+ 3.8	+ 1.2	+ 8.8	- 1.9	+ 6.0	+ 9.0
Genußmittel Zucker	8.4	+ 4.3	- 8.2	+12.7	- 5.2	- 5.3	-11.4	- 3.7	- 3.6	-12.0	+ 5.0
Industrierohstoffe	20.9	- 0.4	- 8.0	+ 5.3	- 0.9	+ 3.1	+ 7.2	+ 8.0	+ 7.0	+19.0	+ 5.0
Agrarische Industrierohstoffe	10.2	+ 2.5	-12.6	+16.6	+ 1.0	+ 5.1	+ 9.7	+ 9.5	+ 3.6	+26.0	+ 8.0
NE-Metalle	6.1	- 6.3	- 3.2	- 5.4	- 3.6	+ 0.1	+ 4.6	+11.0	+13.0	+18.0	± 0.0
Eisenerz Schrott	4.6	+ 3.0	- 4.0	- 3.0	- 1.5	+ 2.2	+ 4.2	- 3.0	- 1.0	+ 4.0	+ 6.0
Energierohstoffe	63.2	- 3.1	- 2.0	-35.5	-10.6	+ 5.9	+17.9	+ 0.3	- 0.0	+28.0	+ 1.0
Kohle	5.5	- 0.8	- 3.0	+13.2	+ 3.6	+ 1.7	+ 5.2	+ 2.0	- 0.2	- 8.0	- 2.0
Rohöl	57.7	- 3.2	- 1.9	-37.7	-11.8	+ 6.3	+19.1	+ 0.1	± 0.0	+31.0	+ 1.0

Q: HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung, Hamburg; Dollarbasis gewichtet mit Warenimporten der Industrieländer. Prognosen 1987, 1988: AIECE Arbeitsgruppe für Weltmarktpreise. Aktuelle Werte (einschließlich III. Quartal 1987) zu laufenden Wechselkursen. Prognosen 1987 und 1988 zu konstanten Wechselkursen vom September 1987.

Übersicht 4

Entwicklung des Welthandels

	1984	1985	1986	1987	1988
Veränderung gegen das Vorjahr in %					
Welthandel real	+ 8%	+ 3%	+ 4%	+ 3½%	+ 4
Industrieländer					
Exporte	+10	+ 4	+ 2½	+ 4	+ 5
Importe	+11½	+ 6	+ 8%	+ 5	+ 4
Intra-OECD-Handel (Ø Exporte/Importe)	+13%	+ 6%	+ 7½	+ 5½	+ 4%
OPEC					
Exporte	+ 0	- 5%	+10	- 3½	+ 4
Importe	- 6	-10%	-23	-16	+ 0
Sonstige Entwicklungsländer					
Exporte	+11	+ 5	+ 6½	+ 9½	+ 5
Importe	+ 6½	+ 5	- 1	+ 5	+ 6
Staatshandelsländer					
Exporte	+ 5½	- 4½	+22	-14	+ 2
Importe	+ 5	+ 8%	- 8	- 3	+ 2
Mrd \$					
Leistungsbilanzsalden					
OECD-Länder	- 67	- 59	- 22	- 44	- 50
USA	-107	-118	-141	-156	-134
Japan	+ 35	+ 48	+ 86	+ 85	+ 82
BRD	+ 7	+ 13	+ 37	+ 43	+ 37
OECD-Europa	+ 13	+ 21	+ 51	+ 43	+ 19
OPEC-Länder	- 10	- 5	- 34	- 13	- 9
Sonstige Entwicklungsländer	- 22	- 20	- 10	+ 11	+ 15
Staatshandelsländer	+ 13	+ 4	+ 10	+ 2	+ 3
Welt <sup>1)</sup>	- 86	- 80	- 56	- 44	- 41

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

wertung (die im Vorjahr durch die Erdölpreissenkung noch verstärkt wurden) gegenwärtig unüblich lange wirken und so die realen Anpassungsprozesse überlagern.

Das Wachstum des Welthandels dürfte sich 1987 auf rund 3½% verlangsamen und 1988 wieder leicht erholen (auf rund 4%; Übersicht 4). Im kommenden Jahr dürfte einer Abschwächung der Expansion im Intra-OECD-Handel eine Wiederbelebung der Außenhandelsdynamik von OPEC und Oststaaten gegenüberstehen. Damit könnte sich wieder ein Gleichgewicht von Export- und Importdynamik der OECD-Länder einstellen, nachdem 1986 das Wachstum der Exporte stark hinter jenes der Importe zurückgefallen war.

Die Wirtschaftslage in Übersee

Nach dem Börsenkrach Konjunkturerinbruch in den USA möglich

Bis zum "Schwarzen Montag" (19. Oktober 1987), als es an der New Yorker Börse zum größten kurzfristigen Kurssturz seit 1929 kam, entwickelte sich die Wirtschaft der USA sehr dynamisch. Das reale Wachstum des BNP war im I. Quartal durch Sonderfaktoren überzeichnet (Jahresrate +4,4%), nach einer Normalisierung zur Jahresmitte (II. Quartal +2,5%) beschleunigte es sich im Herbst überraschend kräftig (III. Quartal +4,1%). Auch der Inflationsauftrieb kam sowohl in der Gesamtwirtschaft (der BNP-Deflator fiel von +4,1% im II. Quartal auf

ren geäußerte "Elastizitätspessimismus" beschworen. Eine Erklärung für die schleppende nominelle Anpassung in den Leistungsbilanzen könnte sein, daß die starken Terms-of-Trade-Effekte der Dollarab-

+2,7% im III. Quartal) als auch auf der Konsumenten-ebene (VPI September +4¼%) vorübergehend zum Stillstand. In der schwächeren Preisentwicklung des BNP im Vergleich zum VPI spiegelt sich die durch die Dollarabwertung bedingte Verschlechterung der Terms of Trade. Im Zuge des beschleunigten Industriewachstums wurden wieder — neben der ständigen Expansion im Dienstleistungssektor — vermehrt neue Arbeitsplätze in der Industrie geschaffen. Die Arbeitslosenrate sank im Herbst um ½ Prozentpunkt auf rund 6%. Das Produktivitätswachstum der Gesamtwirtschaft (ohne Landwirtschaft) hat sich im III. Quartal ebenfalls beschleunigt (+2,6% nach +1,4% im II. Quartal). Die Inlandsnachfrage expandierte viel langsamer als das BNP. Die private Konsumnachfrage entwickelte sich heuer sehr schleppend, da offenbar in Erwartung der Steuerreform Käufe ins Vorjahr vorgezogen worden waren und die verfügbaren Einkommen angesichts der Beschleunigung der Inflation im Vergleich zum Vorjahr real nur sehr mäßig zunahm. Die Ausrüstungsinvestitionen wurden nach dem Einbruch zu Jahresbeginn spürbar ausgeweitet. Die Investitionen im Wohnungsbau nahmen aus mehreren Gründen (Steuerreform, steigende Kreditkosten) weiter ab.

Der trotz Interventionen ("Louvre-Abkommen") unaufhaltsame Verfall des Dollars wirkte sich heuer in einer (zunächst realen) Anpassung im Außensektor aus: Die Exporte stiegen im 1. Halbjahr 1987 real um 12%, wogegen die Importe real sanken. In den letzten Monaten wurden allerdings die realen Importe durch die Aufstockung der strategischen Erdölreserven wieder aufgebläht. Dennoch kamen aus der Verbesserung des realen Außenbeitrags (neben dem Lageraufbau, der aber hauptsächlich im I. Quartal besonders stark war) die kräftigsten Impulse für das BNP-Wachstum. Durch die Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit konnten amerikanische Exporteure wieder Weltmarktanteile zurückgewinnen. Trotz Verbesserung des realen Außenbeitrags ist das Defizit in der Leistungsbilanz sogar noch gestiegen. Immer noch überwiegen offenbar die negativen Terms-of-Trade-Effekte der Dollarabwertung die reale Verbesserungstendenz (langer "J-Kurven-Effekt"). Dabei wurde die Verteuerung der Importe infolge der Dollarabwertung durch Preiskonzessionen der Handelspartner (vor allem die Japaner nahmen Gewinneinbußen in Kauf, um Marktanteile in den USA zu halten) sogar deutlich gemildert.

Inwieweit der "Börsenkrach" vom Oktober die weitere Entwicklung der Konjunktur beeinflussen wird, ist sehr ungewiß. Einige Experten rechnen nicht mit einem Einfluß (der Börsenkrach habe nur die "Casino-Wirtschaft" betroffen und habe mit dem "Realsektor" der Wirtschaft nichts zu tun), andere mit einer neuen Weltwirtschaftskrise. Internationale Organisa-

*Übersicht 5*

**Wirtschaftszahlen der USA**

	1985	1986	1987	1988
	Nominell Mrd. \$	Reale Veränderung gegen das Vorjahr in %		
Privater Konsum	2 584,3	+ 4,2	+ 2,0	+ 1,0
Öffentliche Ausgaben	722,7	+ 3,8	+ 1,8	+ 0,5
Brutto-Anlageinvestitionen	735,5	+ 1,8	+ 0,5	+ 2,0
Wohnungs- und Hausbau		+12,5	+ 0,3	± 0,0
Übrige Investitionen		- 2,3	+ 0,5	+ 2,8
Inländische Endnachfrage (Lagerbildung <sup>1)</sup> )	4 042,5	+ 3,7	+ 1,8	+ 1,0
24,1		+ 0,2	+ 0,5	- 0,3
Gesamte Inlandsnachfrage	4 066,6	+ 3,9	+ 2,0	+ 0,8
Exporte i w S	278,6	+ 3,3	+11,8	+13,3
Waren		+ 5,9	+13,0	+16,0
Importe i w S	398,6	+10,5	+ 5,3	+ 1,8
Waren		+13,5	+ 3,0	+ 1,0
Außenbeitrag <sup>2)</sup>	-120,0	- 1,0	+ 0,5	+ 1,3
Brutto-Nationalprodukt		+ 2,9	+ 2,8	+ 2,0
BNP-Deflator		+ 2,6	+ 3,0	+ 3,5
BNP nominell <sup>3)</sup>	3 946,6	+ 5,6	+ 5,8	+ 5,5
Produktivität (BNP je Beschäftigten)		+ 0,6	+ 0,3	+ 0,5

Q: OECD, IMF, nationale und eigene Schätzungen — <sup>1)</sup> Beitrag zum Wachstum des realen Brutto-Nationalproduktes in Prozentpunkten — <sup>2)</sup> 1985: BIP

tionen — wie etwa die OECD — haben ihre zuvor erstellten Prognosen leicht nach unten revidiert. Vor allem der "Vermögensverlust" und das erschütterte Vertrauen werden die Konsumausgaben in den USA um rund 1 Prozentpunkt dämpfen. Diese Effekte werden wohl in den USA am stärksten sein, da der Aktienbesitz dort von allen Industrieländern am weitesten verbreitet ist. Auch die Investitionspläne werden wohl teils aus Finanzierungsgründen, teils wegen des durch den Börsenkrach verunsicherten Investitionsklimas eingeschränkt werden. Deshalb ist mit einer Abschwächung des realen BNP-Wachstums in den USA in den Jahren 1988 und 1989 um rund ½ bis 1 Prozentpunkt zu rechnen.

Ganz ungewiß sind gegenwärtig die Reaktionen der Wirtschaftspolitik. Im Verlauf dieses Jahres ist das "Louvre-Abkommen" gescheitert (Es sah neben einer Stabilisierung des DM-Dollar-Wechselkurses auf rund 1,80 auch ein koordiniertes Vorgehen der Wirtschaftspolitik in den drei wichtigsten Industrieländern vor: Die USA konsolidieren die Budget- und Leistungsbilanzdefizite; die BRD und Japan stimulieren die Weltwirtschaft durch eine expansive Fiskalpolitik.) Nun bewirkte der nach dem Börsenkrach beschleunigte Kursverfall des Dollars zunächst, daß der zuvor eingeschlagene Weg der Preisstabilisierung (Anstieg der Zinsen: Diskontsatzserhöhung im September um ½ Prozentpunkt auf 6%) wieder verlassen wird; seither sinken die Zinsen wieder. Inwieweit aus einer etwas lockereren Geldpolitik künftig die negativen Effekte des "Vermögensverlustes" kompensiert werden, ist schwer abzuschätzen. Da neben der Schwäche des Dollars und dem anhaltenden Defizit in der Leistungsbilanz auch das hohe Budgetdefizit als eine

der Ursachen für den Kurssturz im Oktober vermutet wird, drängten als Folge des Börsenkrachs der Präsident und der Kongreß auf raschere Budgetsanierungsschritte. Der neue Budgetkompromiß sieht eine Verringerung des Defizits um 76 Mrd. \$ in den nächsten zwei Jahren vor (30 Mrd. \$ im Fiskaljahr 1987/88 und 46 Mrd. \$ 1988/89). Ein Teil wird durch eine Kürzung der Ausgaben, ein Teil durch Steuererhöhungen bzw. Mehreinnahmen durch Verbesserung bei der Steuereintreibung finanziert. Das Defizit im Bundeshaushalt ist im Fiskaljahr 1987 erstmals kräftig gesunken (von 220 Mrd. \$ 1986 auf rund 160 Mrd. \$). Dazu trugen neben Ausgabenkürzungen einmalige, unerwartet hohe Einnahmen (rund 20 Mrd. \$) im Zusammenhang mit der Steuerreform 1987 bei. Eine weitere Verringerung des Defizits — obwohl von fast allen begrüßt — brächte unweigerlich dämpfende Effekte für die US-Volkswirtschaft und über internationale Transmissionseffekte auch für die Weltwirtschaft.

Prognosen sind gegenwärtig mit unüblich hohen Unsicherheitsfaktoren behaftet: Wie wird sich der Dollarkurs weiter entwickeln? Wie verhält sich die Wirtschaftspolitik? Unter der Annahme eines nicht mehr weiter absackenden Dollars, unter Berücksichtigung der bisher erkennbaren Trends in der Wirtschaftspolitik sowie der potentiell negativen Effekte des Börsenkrachs auf den realen Sektor der Volkswirtschaft lassen sich folgende Prognosen für die USA ableiten: Nach einem relativ hohen Wirtschaftswachstum (reales BNP + 2<sup>3</sup>/<sub>4</sub>%) 1987 zeichnet sich für 1988 eine Abschwächung des Wachstums ab (+ 2%), die auch 1989 anhalten wird (+ 1<sup>1</sup>/<sub>2</sub>%). Das mäßige Wirtschaftswachstum wird hauptsächlich von der Zunahme der Nettoexporte (positiver Außenbeitrag) getragen werden. Das Leistungsbilanzdefizit wird nur sehr langsam abgebaut werden können (auf rund - 134 Mrd. \$ 1988 nach - 156 Mrd. \$ 1986). Durch die schwächere Nachfrage wird sich der Preisauftrieb im Inland auf weniger als 4% (Verbraucherpreisindex 1988) verringern, wobei einer weiteren Verlangsamung der anhaltende Importpreissog aufgrund der Dollarabwertung entgegensteht. Die Arbeitslosigkeit dürfte trotz Wachstumsabschwächung in naher Zukunft auf 6% verharren.

**Konjunkturprogramm stimuliert Wirtschaftswachstum in Japan**

In Japan setzte sich die Umorientierung in der Nachfragestruktur fort. Ebenso wie im Vorjahr wird auch heuer die Inlandsnachfrage die wichtigste Stütze des Wirtschaftswachstums sein. Die anhaltend kräftige Aufwertung des Yen führte auch heuer zu einer Verringerung des realen außenwirtschaftlichen Überschusses (negativer Wachstumsbeitrag zum BNP-Wachstum), wogegen die wechselkursbedingte Ver-

besserung der Terms of Trade zur Festigung der Inlandsnachfrage beitrug. Obwohl sich in den letzten Monaten das Leistungsbilanzdefizit abschwächte (von einem Jahreswert von 100 Mrd. \$ im I Quartal auf 80 Mrd. \$ im III Quartal; die Ungleichgewichte gegenüber den USA und der EG blieben unverändert), ist das Niveau noch immer beträchtlich. Das Wirtschaftswachstum war im 1. Halbjahr 1987 mit einer Jahresrate des realen BNP von 3,3% höher als erwartet und wurde ausschließlich von der Inlandsnachfrage gestützt. Der private Konsum profitierte von den realen Einkommenszuwächsen, die vorwiegend der extrem niedrigen Inflationsrate aufgrund der Verbesserung der Terms of Trade zu danken waren. Die Wohnbauinvestitionen stiegen weiterhin kräftig, begünstigt durch das sehr niedrige Zinsniveau und die öffentliche Förderung sowie in Erwartung rasch steigender Wohnungspreise. Die Investitionsneigung der privaten Unternehmen hat sich gefestigt. Die rückläufige Entwicklung des öffentlichen Konsums wurde durch eine kräftige Expansion öffentlicher Investitionen teilweise kompensiert. Die Industrieproduktion, die 1986 infolge der starken Exportausfälle absolut zurückging, hat sich im Lauf dieses Jahres wieder erholt. Auch auf dem Arbeitsmarkt beruhigte sich die Lage etwas: Die Arbeitslosenrate sank von 3,2% im Mai (Höhepunkt) auf 2,8% im Herbst, da die Beschäftigung wieder kräftiger zunahm als das Arbeitskräfteangebot.

Die weitere Wirtschaftsentwicklung in Japan wird wieder eindeutig von der Inlandsnachfrage getragen sein. Dazu wird einerseits die zu erwartende tendenzielle Aufwertung des Yen beitragen, die die Exportdynamik bremsen wird, und zum anderen die Wirtschaftspolitik, die seit dem Louvre-Abkommen vom

Übersicht 6  
Wirtschaftszahlen Japans

	1985	1986	1987	1988
	Nominal Bill Yen	Reale	Veränderung gegen das Vorjahr in %	
Privater Konsum	185 0	+ 27	+ 35	+ 35
Öffentlicher Konsum	31 0	+ 66	- 03	+ 25
Brutto-Anlageinvestitionen	87 3	+ 66	+ 85	+ 50
Inländische Endnachfrage	303 3	+ 43	+ 48	+ 40
Lagerbildung <sup>1)</sup>	2 1	- 02	- 03	+ 00
Gesamte Inlandsnachfrage	305 4	+ 40	+ 45	+ 40
Exporte i w S	46 9	- 48	+ 20	+ 30
Waren		- 14	- 28	+ 15
Importe i w S	35 5	+ 36	+ 60	+ 75
Waren		+ 135	+ 40	+ 60
Außenbeitrag <sup>1)</sup>	11 4	- 14	- 08	- 05
Brutto-Nationalprodukt		+ 24	+ 35	+ 35
BNP-Deflator		+ 18	- 03	+ 10
BNP nominell <sup>2)</sup>	318 8	+ 43	+ 33	+ 45
Produktivität (BNP je Beschäftigten)		+ 16	+ 25	+ 25

Q: OECD IMF nationale und eigene Schätzungen — <sup>1)</sup> Beitrag zum Wachstum des realen Brutto-Nationalproduktes in Prozentpunkten — <sup>2)</sup> 1985 BIP

Februar 1987 eine erhöhte "internationale Kooperationsbereitschaft" Tokios erkennen läßt. Bei einer anhaltend lockeren Geldpolitik mit im langfristigen Vergleich sehr niedrigen Zinssätzen (der Diskontsatz liegt seit März 1987 bei  $2\frac{1}{2}\%$ ; allerdings sind die langfristigen Zinssätze wieder gestiegen: von  $2\frac{3}{4}\%$  im Mai auf  $6\%$  im Oktober) wird vor allem die Fiskalpolitik die Inlandsnachfrage stimulieren. Im Mai 1987 wurde ein fiskalpolitisches Paket im Ausmaß von 5 Bill. Yen an zusätzlichen öffentlichen Investitionen für die Jahre 1987 und 1988 beschlossen. Im Sommer 1987 wurde ein Zusatzbudget für das Fiskaljahr 1987 (das im März 1988 endet) im Ausmaß von 2 Bill. Yen verabschiedet. Das bedeutet — nicht zuletzt unter dem Druck der USA im Rahmen des Louvre-Abkommens — eine Abkehr von der bisherigen Austeritätspolitik (die drastische Ausgabenkürzungen vorsah). Unter Berücksichtigung der Impulse aus der Steuerreform vom September 1987 (Kürzung der Einkommensteuer per 1. Jänner 1987 und Abschaffung von Steuererleichterungen für Zinseinkünfte aus kleinen Sparguthaben ab April 1988) dürfte das Budget heuer und auch noch teilweise im kommenden Jahr auf die Inlandsnachfrage expansiv wirken. Die Inlandsnachfrage wird in beiden Jahren mit rund  $+4\%$  kräftig wachsen. Der direkte Vermögenseffekt des privaten Konsums als Folge der Verluste nach dem Börsenkrach vom Oktober 1987 dürfte in Japan kaum von größerer Bedeutung sein, da der Aktienbesitz in Japan weniger breit gestreut ist als in den USA. Allerdings kommt es über die Außenhandelsbeziehungen mit den USA (wenn dort die Vermögensverluste die Inlandsnachfrage dämpfen) indirekt zu leichten Einbußen in der Inlandsnachfrage. Generell wird sich die Expansion der Inlandsnachfrage im Laufe des kommenden Jahres nach Auslaufen der fiskal- und geldpolitischen Stimulierung abschwächen. Vom realen Außenbeitrag wird in beiden Jahren ein negativer Einfluß auf das BNP-Wachstum ausgehen. Dennoch wird sich der Überschuß in der Leistungsbilanz nur unwesentlich verringern. Dank der wirtschaftspolitischen Konjunkturstimulierung wird daher das Wachstum des realen BNP mit voraussichtlich jeweils  $3\frac{1}{2}\%$  1987 und 1988 um gut 1 Prozentpunkt höher ausfallen, als bisher angenommen wurde. Dieses Wachstum wird ausreichen, die Arbeitslosenrate auf  $3\%$  zu stabilisieren. Die Inflationsrate wird wieder leicht anziehen.

### Die Wirtschaftslage in Westeuropa

#### Wachstumsrezession in der Bundesrepublik Deutschland

Die deutsche Wirtschaft hat sich von ihrem Konjunkturunbruch zu Jahresbeginn kaum nennenswert er-

holt. Zwar konnte der Rückschlag von Nachfrage und Produktion, der im Herbst 1986 — ausgelöst durch die wechsellkursbedingte Verschlechterung der Konkurrenzfähigkeit — eingesetzt hatte, im Frühjahr und Sommer überwunden werden, im Herbst 1987 kam diese Aufwärtsentwicklung aber wieder ins Stocken. Nach Zuwächsen im August ist die Industrieproduktion im September saisonbereinigt wieder gesunken und stagnierte im Zweimonatsdurchschnitt (August/September) auf dem Niveau des Vorjahres. Auch die Auftragslage hat sich wieder verschlechtert, die Inlandsaufträge stärker als die Auslandsaufträge. Zudem dürfte der "Schwarze Montag" (Börsenkrach) im Oktober das Konsum- und Investitionsklima wieder getrübt haben, nachdem es zuvor Anzeichen für eine Besserung gegeben hatte. Als die US-Behörden die Interventionen auf den Devisenmärkten aufgaben (ein klarer Bruch des Louvre-Abkommens), stellte der DM-Dollar-Kurs nach dem Börsenkrach immer neue "Tiefenrekorde" auf. Die USA (aber auch andere Industrieländer) werfen der Bundesrepublik Deutschland mangelnde "Kooperationsbereitschaft" vor. Die Verärgerung der USA und der Partner im Europäischen Währungssystem (EWS) wurde durch die Zinserhöhung der Bundesbank im Oktober ausgelöst. (Es wurden Wertpapier-Pensionsgeschäfte im Mengentenderverfahren zu immer höheren Festzinssätzen — zuletzt  $3,85\%$  — abgeschlossen.) Seit dem "freien" Fall des Dollarkurses entschlossen sich die Deutsche Bundesbank (Diskontsatz unverändert bei  $3\%$ , Lombardsatz um  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt auf  $4\frac{1}{2}\%$  gesenkt) und die Schweizerische Nationalbank (Rücknahme von Diskontsatz und Lombardsatz um je  $\frac{1}{2}$  Prozentpunkt auf  $3\%$  bzw.  $4\frac{1}{2}\%$ ), ihre Leitzinsen per Anfang November zu senken. Um die Spannungen innerhalb des EWS zu mildern, hat im Gegenzug die Banque de France ihre Zinssätze angehoben (Grundinterventionssatz von  $7\frac{1}{2}\%$  auf  $8\frac{1}{4}\%$ , Siebentagesatz für Geldmarktpapiere von  $8\frac{1}{4}\%$  auf  $8\frac{3}{4}\%$ ). Anfang Dezember senkte die Bundesbank den Diskontsatz auf  $2,5\%$ . Diesem Schritt folgten einige andere europäische Länder. Inwieweit diese Zinssignale ausreichen, den DM-Dollar-Kurs zu stabilisieren, ist schwer abzuschätzen.

Die Inlandsnachfrage (vor allem der private Konsum) hat heuer etwas rascher zugenommen als das BNP, da vom Außensektor real weiterhin dämpfende Effekte ausgingen. Bedingt durch die harte DM stiegen die Warenexporte real ( $+1\frac{1}{2}\%$  gegenüber dem Vorjahr) in den ersten neun Monaten viel schwächer als die Importe ( $+4\frac{1}{2}\%$ ). Dennoch wurde der Überschuß in der Leistungsbilanz immer größer und lag mit 53 Mrd. DM (in den ersten neun Monaten) sogar etwas über dem Rekordergebnis des Vorjahres. Obwohl die von den Energiepreisen ausgehenden Verbilligungen wegfielen, hat der Preisauftrieb auf der Verbraucherstufe kaum nennenswert zugenommen.

Übersicht 7

Wirtschaftszahlen der Bundesrepublik  
Deutschland

	1985	1986	1987	1988
	Nominell Mrd. DM	Reale Veränderung gegen das Vorjahr in %		
Privater Konsum	1 041,8	+4,3	+2,5	+3,0
Öffentlicher Konsum	365,7	+2,3	+2,0	+1,5
Brutto-Anlageinvestitionen	359,3	+3,1	+1,0	+1,0
Ausrüstungsinvestitionen	153,9	+4,1	+2,5	+2,0
Bauinvestitionen	205,4	+2,4	-1,0	+0,5
Inländische Endnachfrage Lagerbildung <sup>1)</sup>	1 766,8	+3,6	+2,3	+2,0
Gesamte Inlandsnachfrage	1 774,3	+3,7	+2,8	+2,0
Exporte i. w. S.	647,3	-0,1	-0,5	+1,5
Waren		+1,2	+0,5	+1,5
Importe i. w. S.	574,6	+3,5	+3,0	+4,0
Waren		+5,9	+4,5	+4,5
Außenbeitrag <sup>1)</sup>	72,7	-1,1	-1,3	-0,5
Brutto-Nationalprodukt		+2,5	+1,5	+1,5
BNP-Deflator		+3,1	+2,5	+2,0
BNP nominell	1 847,0	+5,6	+4,0	+3,5
Produktivität (BNP je Beschäftigten)		+1,4	+1,0	+1,0

Q: OECD Gemeinschaftsgutachten der fünf deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute — <sup>1)</sup> Beitrag zum Wachstum des realen Brutto-Nationalproduktes in Prozentpunkten

Dies ist auch insofern bemerkenswert, als die deutsche Geldpolitik zwei Jahre lang bewußt (mit dem Ziel der Wechselkursstabilisierung) in Kauf nahm, daß das Wachstum der Geldmenge den Zielkorridor für das Wachstum der Zentralbankgeldmenge überschloß. Aus monetaristischer Sicht hätte sich schon längst ein inflationäres Potential aufbauen müssen. Dennoch kann man davon ausgehen, daß die Notenbank künftig der Preisstabilität wieder größeres Augenmerk schenken wird.

Das Defizit im Staatshaushalt (Bund und Gebietskörperschaften) wird 1987 kräftiger steigen als erwartet, zum Teil weil die Ausgaben stärker als geplant zunehmen, zum Teil weil die Steuereinnahmen hinter den Erwartungen zurückblieben. Weiters verringert ein Sinken des DM-Dollar-Kurses unter 1,73 (zu diesem Kurs bewertet die Bundesbank gegenwärtig ihre Dollarreserven) die an den Bund abzuliefernden Bundesbankgewinne. Obwohl das Defizit des Gesamtstaates 1987 mit rund 2% des BNP etwas höher liegt als 1986, geht vom Budget — im Gegensatz zum Vorjahr (erste Etappe der Einkommensteuersenkung) — kaum ein expansiver Impuls aus. Das Budgetdefizit des Jahres 1988 wird durch die zweite Stufe des Steuersenkungsgesetzes 1986/88 (9 Mrd. DM) sowie durch die im Vorgriff auf die Steuerreform 1990 (entsprechend dem Louvre-Abkommen) beschlossene zusätzliche Einnahmensenkung von 5 Mrd. DM erhöht. Da jedoch die Steuerentlastung durch die geringere Ausweitung der Ausgaben mehr als kompensiert wird, geht im kommenden Jahr vom Budget nur ein neutraler Effekt auf die Volkswirtschaft aus. Unter

dem Druck der USA beschloß die Regierung ein Konjunkturbelebungsprogramm (15 Mrd. DM zinsgestützte Kredite für kommunale Investitionen; 6 Mrd. DM kommen dem Mittelstand zugute).

Für 1987 und 1988 wird allgemein davon ausgegangen, daß der private Konsum der dynamischste Teil der Inlandsnachfrage sein wird. Die verfügbaren Einkommen dürften auch 1988 (teilweise wegen der Steuerentlastung, teilweise wegen anderer Faktoren) real kräftig zunehmen. Das niedrige Zinsniveau könnte gleichfalls wieder dazu beitragen, daß weniger gespart und mehr konsumiert wird. Die direkten Effekte des Börsenkrachs dürften auch in der BRD vernachlässigbar klein sein, doch ist indirekt über die Handelsbeziehungen mit den USA mit dämpfenden Effekten auf das deutsche Wirtschaftswachstum zu rechnen. Die Nachfrage nach privaten Investitionen dürfte auch im kommenden Jahr eher gedrückt sein, einerseits wegen der schlechten Exportaussichten, andererseits wegen des nach dem Börsenkrach gedrückten Geschäftsklimas. Im Bauwesen dürfte sich die gesplante Entwicklung fortsetzen: Der Wirtschaftsbau wird sich etwas günstiger entwickeln als der Wohnungsbau und der öffentliche Bau. Als Reaktion auf die Aufwertung der DM in den letzten zwei Jahren werden die Importe real weiter kräftiger steigen als die Exporte. Damit wird auch im kommenden Jahr — wenn auch nicht mehr so ausgeprägt wie 1987 — vom realen Außenbeitrag ein negativer Effekt auf das BNP-Wachstum ausgehen. Der Überschuß in der Leistungsbilanz wird — in Dollar und DM gemessen — nächstes Jahr deutlich zurückgehen. Das WIFO nimmt an, daß das Wirtschaftswachstum in beiden Jahren 1,5% betragen wird. Das ist ein Kompromiß aus einer Reihe von internationalen Prognosen für die BRD (ohne Berücksichtigung potentieller direkter oder indirekter Vermögenseffekte aufgrund des Börsenkrachs: Gemeinschaftsgutachten der fünf deutschen Forschungsinstitute +1¼% für 1987 und +2% für 1988, Internationaler Währungsfonds +1,5% und +2,1%; einschließlich möglicher Vermögenseffekte: OECD +1¼% und +1½%, Sachverständigenrat +1½% und +1½%). Auf jeden Fall liegt dieses Wachstum unter dem Limit für eine Vollbeschäftigung. Dies hat zur Folge, daß sich das Beschäftigungswachstum verlangsamen wird und die Arbeitslosigkeit wieder leicht steigt. Auch die Verbraucherpreise werden wieder etwas anziehen.

Die Lage in den übrigen westeuropäischen Ländern

In OECD-Europa entsprach die Wirtschaftsentwicklung heuer annähernd den Erwartungen. Das weiterhin schwache Wachstum des realen BIP von 2,3% war von der Inlandsnachfrage getragen. Vom Außensek-

tor (Wachstumsbeitrag der Nettoexporte) gehen aufgrund der Verschlechterung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit wegen des Dollarverfalls zunehmend dämpfende Effekte auf das Wirtschaftswachstum aus. Der private Konsum, der zu Jahresbeginn nur wenig expandiert hatte, nahm im Verlauf des Sommers wieder deutlicher zu. Stimulierend wirkten der reale Anstieg der verfügbaren Einkommen und die niedrigeren Zinsen. Am kräftigsten wurden die Käufe langlebiger Konsumgüter und die Reiseausgaben gesteigert. Besonders hoch war der Konsumzuwachs in Großbritannien, Italien, Spanien und Schweden, mäßig dagegen in Frankreich, Belgien und Österreich. In Dänemark und Norwegen, wo die Fiskalpolitik konsumdämpfend wirkte, ging die private Konsumnachfrage sogar zurück.

Die privaten Investitionen nahmen weiter zu. Dazu trugen allmählich wieder günstiger werdende Absatz-erwartungen und die Verringerung des Realzinsniveaus bei. Stärker war das Wachstum von Ausrüstungsinvestitionen (Hauptmotive: Rationalisierung und Modernisierung) und im gewerblichen Bau, schwach dagegen die Entwicklung des Wohnungsbaus. Nur in Großbritannien und einigen kleineren Ländern belebte sich die Wohnbautätigkeit. Der Börsenkrach könnte allerdings das Investitionsklima beeinträchtigen und damit auch die Investitionsnachfrage dämpfen. Inwieweit der Kurssturz an der Börse die Fortsetzung der Privatisierungs- und Reprivatisierungsbemühungen in einzelnen Ländern (z. B. Frankreich, Österreich) in Frage stellen oder erschweren wird, bleibt abzuwarten.

Die Exporte der westeuropäischen Länder haben sich vom Zwischentief im Winterhalbjahr wieder erholt. Die lebhafteste Binnenkonjunktur in Europa belebte den innereuropäischen Handel. Dagegen blieben die Exporte auf außereuropäischen Märkten wegen Zah-

lungsbilanzbeschränkungen und infolge des tiefen Dollarkurses gedrückt, wengleich sich die Situation gegenüber dem Vorjahr etwas besserte. Der reale Außenbeitrag zum BIP-Wachstum ist auch heuer rückläufig. Da sich aber die Terms of Trade nicht wesentlich veränderten, nahm der Überschuß der Leistungsbilanz von OECD-Europa gegenüber dem Vorjahr ab (Übersicht 4). Die Leistungsbilanzen der Erdölexportländer Großbritannien und Norwegen blieben passiv.

Die Wirtschaftspolitik war gespalten: Einer leicht expansiven Geldpolitik in den meisten Ländern stand (mit Ausnahme der BRD) eine restriktive Fiskalpolitik gegenüber. Das Budgetdefizit des Gesamtstaates hat sich in Europa seit dem Höhepunkt 1982 (4,7% des BIP) bis 1987 kontinuierlich auf 3,5% zurückgebildet und wird im kommenden Jahr auf diesem Niveau verharren. Angesichts einer wieder leicht steigenden Inflationsrate von 4% 1987 auf 4,3% 1988 und einer Fortsetzung der lockeren Geldpolitik dürften die Realzinsen im kommenden Jahr weiter sinken und dadurch den deflationären Effekten sowohl der Dollarabwertung als auch des Börsenkrachs entgegenwirken. Die Wachstumsraten des BIP sind in Europa sehr unterschiedlich (relativ hohes Wachstum in Spanien, Portugal und Großbritannien, geringes in der Bundesrepublik Deutschland, Österreich, Belgien und der Schweiz, Rückgang in Dänemark und Griechenland), im Durchschnitt beträgt es rund 2%. Das Wachstum des realen BIP dürfte 1987 mit durchschnittlich 2,3% höher ausfallen, als bisher angenommen wurde, im nächsten Jahr aber — mit 1,8% — unter den bisher erwarteten Wert von 2% sinken (Übersicht 1). Diese Entwicklung zieht eine weitere Verschlechterung der Lage auf dem Arbeitsmarkt nach sich (Übersicht 2).

*Fritz Breuss*