

## ■ WIRTSCHAFTSTENDENZEN IN DER EUROPÄISCHEN UNION 1995

### KONJUNKTURSCHWÄCHE HEMMT ABBAU ÜBERHÖHTER BUDGETDEFIZITE

*Nach Währungsturbulenzen im Frühjahr 1995 geriet der Konjunkturaufschwung in Westeuropa ins Stocken, gegen Jahresende kam das Wirtschaftswachstum zum Stillstand. Trotz überwiegend günstiger Rahmenbedingungen trübten sich Geschäfts- und Konsumklima ein, am stärksten in den Ländern mit harter Währung. Das Abflauen von Nachfrage und Produktion verbunden mit einem neuerlichen Anstieg der Arbeitslosigkeit erschwert die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte. In der überwiegenden Zahl der EU-Länder liegen die Kenngrößen noch deutlich über den fiskalpolitischen Kriterien für die Währungsunion. Merklich größer ist der Konvergenzfortschritt hinsichtlich der Preisstabilität.*

Im Rückblick erweist sich der Verlauf der Konjunktur in Westeuropa im Jahr 1995 als enttäuschend. Nachdem die Rezession 1992/93 überwunden war, Nachfrage und Produktion sich im Jahresverlauf 1994 zunehmend gefestigt und in den EU-Ländern ein Wachstum von durchschnittlich 2¾% erreicht hatten, wurde allgemein mit einer weiteren Beschleunigung des Aufschwungs auf breiterer Basis gerechnet. Dafür schien nicht nur das übliche Konjunkturmuster, sondern auch eine Reihe günstiger Rahmenbedingungen zu sprechen. Statt dessen verlor das Wachstum bereits ab dem Frühjahr 1995 deutlich an Schwung, und gegen Jahresende schrumpfte das reale Brutto-Inlandsprodukt (im saisonbereinigten Quartalsverlauf) in einigen Mitgliedstaaten. Im Jahresdurchschnitt 1995 dürfte die Wirtschaftsleistung in der EU – nach ersten Schätzungen – um kaum 2½% gestiegen sein. Geschäftsklima und Konsumentenstimmung verschlechterten sich im 2. Halbjahr empfindlich. Bis zuletzt ließen weder diese noch andere Frühindikatoren eine Wende erkennen.

Die Ursachen für das frühe Ende des Konjunkturaufschwungs scheinen bisher nicht hinreichend geklärt. Immerhin können einige Umstände und Entwicklungen genannt werden, welche die Nachfrage nach Konsum- und Investitionsgütern dämpften und die Risiken in der Zukunftsplanung der Unternehmen erhöhten.

## ENDE DES LAGERAUFBAUS

Neben der Auslandsnachfrage gibt üblicherweise die Lagerhaltung die Initialzündung für einen Konjunkturaufschwung. Die Nachfrage nach Vorprodukten (Wiederauffüllen der Bestände) trug im gesamten Jahresverlauf 1994 positiv zum Wirtschaftswachstum bei – im Jahresdurchschnitt mit fast 1 Prozentpunkt zum BIP-Wachstum von 2¼% –, nachdem sie zuvor zwei Jahre lang das Wachstum gedämpft hatte. 1995 lief der Lagerzyklus aus, sein Wachstumsbeitrag war zumindest im 1. Halbjahr negativ. Dieses Phänomen ist Teil des üblichen Konjunkturmusters. Eine Wachstumspause im Übergang von der Lagerbildung zur Belegung der inländischen Endnachfrage – Konsum und Investitionen – ist daher nicht ungewöhnlich, sie trat sowohl im Aufschwung 1976/77 als auch 1982 auf. Diesmal war sie allerdings stärker ausgeprägt. Der vorangegangene Lageraufbau hatte seinerseits lange angehalten, möglicherweise bedingt durch die Vollendung und Erweiterung des europäischen Binnenmarktes sowie stärkere Fluktuationen der Rohwarenpreise. Auch könnte die Unruhe auf den Finanzmärkten dazu beigetragen haben, daß der Übergang zum investitionsgetragenen Aufschwung nicht reibungslos verlief.

## FRÜHZEITIGER ZINSAUFTRIEB

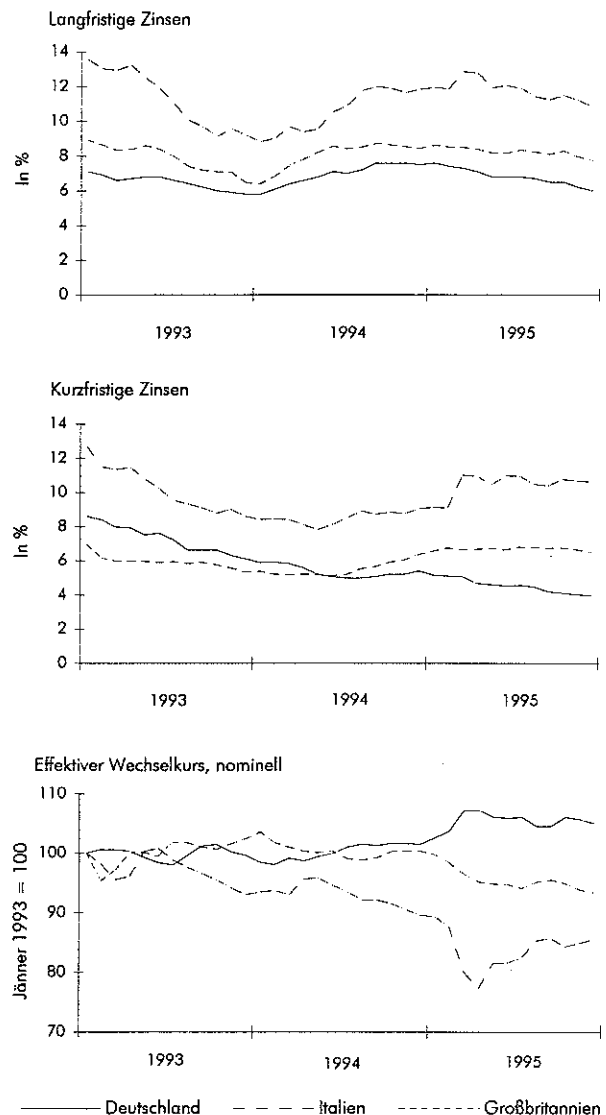
Dem überraschenden Abschwung der Konjunktur in Westeuropa war ein anhaltender Anstieg der langfristigen Zinsen auf den internationalen Finanzmärkten vorgegangen, der über das gesamte Jahr 1994 die Belegung von Nachfrage und Produktion begleitet hatte. Zwischen Ende 1993 und Ende 1994 erhöhten sich die Renditen langfristiger Anleihen in der EU im Durchschnitt von 6,8% auf 9%. Einerseits spiegelt dies eine ähnliche Entwicklung in den USA wider, die sich bei weitgehend integrierten Kapitalmärkten unmittelbar auf Europa übertrug, andererseits könnte die Stärke des europäischen Aufschwungs frühzeitig die Erwartung einer Straffung der Geldpolitik bzw. einer Beschleunigung der Inflation ausgelöst haben.

Im Vertrauen auf eine endogene Beschleunigung der Konjunkturdynamik waren die nachfragedämpfenden Effekte der steigenden Zinsen zunächst eher gering veranschlagt worden; im Rückblick haben sie wohl – in Verbindung mit anderen Belastungen – Investitionsentscheidungen vielfach negativ beeinflusst und vor allem den Nachfragerückgang in der Bauwirtschaft verschärft.

## ABRUPTE WECHSELKURSÄNDERUNGEN

Im März 1995 fiel der Kurs des Dollars im Gefolge der Mexikokrise und einer offenbaren Neubewertung seiner Position gegenüber anderen Leitwährungen durch

Abbildung 1: Zinsentwicklung und Wechselkurse



die Finanzmärkte deutlich. Wie schon bei früherer Gelegenheit hatte dies unmittelbare Rückwirkungen auf das Wechselkursgefüge in Europa. Lira, Peseta und Escudo gerieten unter großen Druck auf den Devisenmärkten, die die Aussichten für nachhaltige Budgetkonsolidierung und höhere Preisstabilität in den betreffenden Ländern skeptisch beurteilten. Der nominelle Außenwert der Lira sank so zwischen Dezember 1994 und April 1995 um etwa 14%, innerhalb des EWS wurden die Leitkurse von Peseta und Escudo abgewertet. Auch das Pfund Sterling und die schwedische Krone gaben deutlich nach.

Um weitere Abwertungserwartungen und Inflationsgefahren einzudämmen, mußten die Länder mit weicheren Währungen ihre Leitzinsen erhöhen und den restriktiven Kurs der Fiskalpolitik verstärken, was sich dämpfend auf die – ohnehin flau – private Inlandsnachfrage auswirkte. Im Export konnten sie Marktanteile gewinnen, doch ließ im Zuge des europaweiten Konjunkturabschwungs

auch die Aufnahmefähigkeit der wichtigsten Auslandsmärkte nach.

Umgekehrt verhielt es sich in Deutschland und in den anderen Hartwährungsländern: Die DM und die an sie gekoppelten Währungen werteten im 1. Quartal 1995 nominell-effektiv um bis zu 6% auf. Für die Exportwirtschaft dieser Länder bedeutete diese Höherbewertung – die vielfach zu früheren Wechselkursprüngen hinzutrat – eine neuerliche erhebliche Belastung ihrer Wettbewerbsfähigkeit. Der wichtigste Konjunkturmotor geriet dadurch ins Stocken. Dieser dämpfende Impuls konnte weder durch höhere Nachfrage in den Abwertungsländern noch durch Zinssenkungen im Inland, wofür sich nun größerer Spielraum bot, wettgemacht werden. Auch die nachträgliche teilweise Korrektur der Wechselkursverschiebungen auf den Devisenmärkten konnte seine unmittelbare Wirkung nicht verhindern.

Nach ökonomischen Simulationen der EU-Kommission senken die Wechselkursänderungen vom Frühjahr 1995 das BIP in Deutschland (und ähnlich in den Ländern, deren Währung an die DM gekoppelt ist) im ersten Jahr (1995) um etwa 1% und im zweiten (1996) um rund ½%; in Italien steigern sie dagegen die Wirtschaftsleistung um rund ½%, größtenteils im ersten Jahr. Die EU insgesamt erlitt demnach aus den Währungsturbulenzen einen Wachstumsverlust von ebenfalls ½% des BIP (Wahrscheinlich war er noch größer, da das Modell konstante reale Zinssätze unterstellt – Zinssteigerungen in den Abwertungsländern über den Inflationsanstieg hinaus somit unberücksichtigt bleiben – und negative Auswirkungen der Auf- und Abwertungen auf das Vertrauen von Unternehmern und Haushalten vernachlässigt.) Folgewirkungen von ¼% des BIP im Jahr 1996 können durch die positiven Effekte der nachträglichen Wechselkurskorrekturen annähernd kompensiert werden.

## GESCHWÄCHTES VERTRAUEN VON KONSUMENTEN UND INVESTOREN

Der Konjunkturabschwung in Europa war von einer Eintrübung sowohl des Geschäfts- als auch des Konsumklimas begleitet. Schon knapp vor der Jahreswende 1994/95 erreichten die Stimmungsindikatoren ihren Höhepunkt, nach den Wechselkurssturbulenzen bröckelte der Optimismus immer rascher ab. Zuletzt, im Jänner 1996, gab der Vertrauensindikator erstmals seit sieben Monaten nicht weiter nach.

In den Hartwährungsländern drückte der Wechselkursbedingte Rückschlag in den Exportchancen vor allem die Stimmung und die Investitionsbereitschaft der Unternehmer. In Deutschland wirkten sich darüber hinaus überhöhte Lohnabschlüsse in wichtigen Industriebranchen ungünstig auf das Geschäftsklima aus. Viele Unternehmer sahen den Erfolg ihrer weitreichenden Ratio-

nalisierungs- und Kostensenkungsprogramme aus den Vorjahren gefährdet und reagierten neuerlich mit Personalabbau, um ihre Ertragskraft zu erhalten. In weiterer Folge – aufgrund steigender Arbeitslosigkeit – verloren auch die privaten Haushalte ihre Zuversicht in die Konjunktur.

Dagegen verschlechterte sich in Italien und den anderen Weichwährungsländern in erster Linie die Konsumentenstimmung im Hinblick auf steigende Zinsen und höhere Inflation bzw. sinkende Realeinkommen; die Unternehmer konnten zumindest kurzfristig auf bessere Exportchancen hoffen.

Ein ähnliches Gefälle zwischen Geschäftsklima und Konsumentenstimmung in Hart- und Weichwährungsländern war schon nach der Wechselkurskrise vom September 1992 zu beobachten gewesen.

Insgesamt verlangsamte sich das Wirtschaftswachstum der EU im Jahr 1995 um etwa ¼ Prozentpunkt auf knapp 2½%. Die höchsten Zuwachsraten erzielten Irland und Finnland mit jeweils rund 5%, um weniger als 2% stieg das BIP in Deutschland, Belgien und Österreich sowie in Griechenland.

## BESSERUNG AUF DEM ARBEITSMARKT IM KEIM ERSTICKT

Hatte früher der Personalstand Schwankungen des Produktionsniveaus im Konjunkturverlauf nur abgeschwächt nachvollzogen, so zeichnet sich seit Anfang der neunziger Jahre eine erhöhte Reagibilität der Beschäftigung ab. Stärkerer Wettbewerbs- und Kostendruck veranlaßt viele Unternehmen, auch bei sinkender Nachfrage und Kapazitätsauslastung auf ihre Ertragskraft zu achten und das Potential für Rationalisierung und Produktivitätsgewinne auch kurzfristig auszuschöpfen. Die Rezession 1993 war daher mit vergleichsweise hohen Beschäftigungseinbußen verbunden. EU-weit gingen von 1992 bis 1994 4½ Mill. Arbeitsplätze verloren (die Verluste aufgrund der Umstrukturierung in Ostdeutschland nicht eingerechnet). Mit der Belebung der gesamtwirtschaftlichen Produktion begann im Laufe des Jahres 1994 auch die Beschäftigung – erstmals seit drei Jahren – zu steigen (im Jahresdurchschnitt nahm sie gleichwohl noch um rund ½ Mill. bzw. 0,4% ab). Sie erhöhte sich auch noch im 1. Halbjahr 1995 zögernd, nahm jedoch mit der Trübung der Konjunkturaussichten in der Folge wieder ab. Der noch im November von der EU-Kommission erwartete Nettozuwachs von 1,1 Mill. Arbeitsplätzen dürfte deutlich unterschritten worden sein.

Nach vorläufigen Angaben erzielten Irland und Finnland, die Länder mit dem kräftigsten Wirtschaftswachstum, auch die höchsten Beschäftigungsgewinne. Ähnlich gute Ergebnisse in Wachstum und Beschäftigung wiesen Dänemark, Schweden und Luxemburg auf. In Spa-

Übersicht 1: Wirtschaftswachstum und Arbeitslosigkeit

	Brutto-Inlandsprodukt			Arbeitslosenquote		
	1993	1994	1995	1993	1994	1995
	Veränderung gegen das Vorjahr in % real			in %		
EU	-0,6	+2,8	+2,5	10,9	11,4	11,1
Deutschland	-1,2	+2,9	+1,9	8,9	9,6	9,4
Frankreich	-1,5	+2,9	+2,3	11,7	12,3	11,6
Italien	-1,2	+2,2	+2,8	10,3	11,3	12,0
Großbritannien	+2,2	+3,8	+2,5	10,3	9,3	8,3
Spanien	-1,2	+2,0	+3,3	22,7	24,2	22,9
Niederlande	+0,2	+2,7	+2,5	6,5	7,5	7,0
Schweden	-2,6	+2,2	+3,5	8,2	8,0	7,6
Belgien	-1,6	+2,2	+2,0	9,4	10,0	10,2
Österreich <sup>1)</sup>	+0,4	+3,0	+1,8	.	3,6	3,8
Dänemark	+1,5	+4,4	+3,3	12,3	12,0	10,0
Finnland	-1,2	+4,0	+4,8	17,9	18,4	17,2
Portugal	-1,2	+0,9	+2,8	5,5	6,8	7,1
Griechenland	-0,9	+1,5	+1,5	9,7	9,6	9,8
Irland	+3,1	+6,7	+5,5	15,6	14,2	12,9
Luxemburg	+0,0	+3,3	+3,3	2,1	2,7	2,8

Q: Bundesministerium für Arbeit und Soziales, OECD, ÖSTAT, WIFO - <sup>1)</sup> Arbeitslosenquote laut EU Labour Force Survey (Mikrozensus)

Übersicht 2: Inflation und Zinsniveau

	Verbraucherpreise			Langfristige Zinssätze <sup>1)</sup>		
	1993	1994	1995	1993	1994	1995
	Veränderung gegen das Vorjahr in %			in %		
EU	+ 3,6	+ 3,0	+ 3,1			
Deutschland	+ 4,5	+ 2,7	+ 1,8	6,5	6,9	6,8
Frankreich	+ 2,1	+ 1,7	+ 1,8	7,0	7,5	7,7
Italien	+ 4,5	+ 4,0	+ 5,2	11,3	10,6	11,8
Großbritannien	+ 1,6	+ 2,5	+ 3,4	7,9	8,0	8,3
Spanien	+ 4,6	+ 4,7	+ 4,7	10,2	9,7	11,0
Niederlande	+ 2,6	+ 2,8	+ 1,9	6,7	7,2	7,2
Schweden	+ 4,6	+ 2,2	+ 2,5	8,5	9,5	10,2
Belgien	+ 2,7	+ 2,4	+ 1,5	7,2	7,7	7,4
Österreich	+ 3,6	+ 3,0	+ 2,2	6,8	7,0	7,1
Dänemark	+ 1,3	+ 2,0	+ 2,1	7,2	7,9	8,3
Finnland	+ 2,2	+ 1,1	+ 1,0	8,2	8,4	7,9
Portugal	+ 6,5	+ 5,2	+ 4,1	17,7	16,0	15,1
Griechenland	+ 14,4	+ 10,9	+ 9,3	26,9	25,3	19,3
Irland	+ 1,4	+ 2,3	+ 2,6	7,7	8,2	8,3
Luxemburg	+ 3,6	+ 2,2	+ 1,9			

Q: OECD, ÖeNB, ÖSTAT - <sup>1)</sup> Renditen langfristiger staatlicher Schuldverschreibungen

nien mögen Maßnahmen zur flexibleren Funktion des Arbeitsmarktes dazu beigetragen haben, die Beschäftigungsintensität des Wachstums zu erhöhen: Bei einem BIP-Wachstum von rund 3¼% stieg die Beschäftigung im Jahr 1995 um 2¾%. In Portugal, Deutschland und Österreich war die Zahl der Beschäftigten weiter rückläufig.

Die Arbeitslosigkeit erreichte im Frühjahr 1994 mit 11¼% der EU-Erwerbsbevölkerung einen Höchststand. Bis zum Herbst 1995 sank sie knapp unter 11% und hat seither wieder steigende Tendenz. Die höchsten Werte wurden in Spanien, Finnland, Irland (wegen der raschen Zunahme des Arbeitskräfteangebotes) sowie in Frankreich und Italien registriert.

### KONVERGENZ ZU NIEDRIGEN INFLATIONS-RATEN

Trotz der Belebung der Konjunktur nach der vorangegangenen Rezession konnte 1994 innerhalb der EU ein deutlicher Fortschritt in Richtung Preisstabilität erzielt werden. Der Index der Verbraucherpreise fiel im Durchschnitt aller Mitgliedstaaten von 3,6% im Vorjahr auf 3%; 1995 verharrte er annähernd auf diesem Niveau. Zur Eindämmung der Inflation trug die Verlangsamung des Nachfragewachstums bei weitgehend unterausgelasteten Kapazitäten ebenso bei wie forcierte Rationalisierungsbestrebungen, gedämpfter Lohnanstieg bei steigender Arbeitslosigkeit und das Auslaufen der internationalen Rohwarenpreishausschüsse.

Gerade jene EU-Länder mit traditionell höherer Inflation waren um glaubwürdige Strategien zur Erreichung dauerhaft höherer Preisstabilität bemüht. Einige Notenbanken konnten eine Verbesserung ihres Unabhängigkeitsstatus erreichen. In Ländern, deren Währungen abgewertet haben, bzw. bei hohen Lohnsteigerungsraten achteten die Zentralbanken besonders 1995 darauf,

eine Beschleunigung des inländischen Preisauftriebs zu unterbinden. Dies gelang auch weitgehend; nur in Italien und Großbritannien erhöhte sich die Inflation merklich. In Portugal und Griechenland ging sie um jeweils mehr als 1 Prozentpunkt zurück; in weiteren sechs Ländern war die Tendenz ebenfalls fallend.

Laut den Maastricht-Konvergenzkriterien für die Preisstabilität darf die Inflationsrate eines Landes den Durchschnitt der drei preisstabilsten Länder 1997 um nicht mehr als 1,5 Prozentpunkte überschreiten; der entsprechende Referenzwert betrug 1995 2,9%. Das Kriterium wäre im abgelaufenen Jahr bereits von 10 der 15 Mitgliedsländer erfüllt worden (mit Ausnahme von Griechenland, Spanien, Italien, Portugal und Großbritannien), drei Jahre zuvor jedoch erst von sechs dieser Länder.

### AGGREGIERTE LEISTUNGSBILANZ MIT GERINGEM ÜBERSCHUSS

Das außenwirtschaftliche Gleichgewicht der EU – als ein Wirtschaftsraum betrachtet – blieb 1995 gewahrt; der Leistungsbilanzüberschuss stieg von 0,4% auf 0,6% des BIP, die Tendenz zur Aktivierung setzte sich fort. Maßgebend hierfür war einerseits die trotz Dollarabwertung anhaltend kräftige Exportnachfrage, vor allem aus Ostasien und dem pazifischen Raum, aber auch aus Osteuropa, andererseits die nachlassende Binnenkonjunktur, verstärkt durch einen restriktiveren Kurs der Budgetpolitik. Die Länder, deren Währungen abgewertet, konnten ihre Leistungsbilanzposition im allgemeinen merklich verbessern; jene der Hartwährungsländer verschlechterte sich mit Ausnahme Österreichs kaum.

Den höchsten Leistungsbilanzüberschuss verzeichneten 1995 Irland mit 6,6% des BIP sowie Belgien und Luxemburg mit 5,8%; Defizite mußten vor allem Griechenland und Österreich hinnehmen (jeweils 2% des BIP).

## BUDGETDEFIZITE KAUM VERRINGERT – STAATSVerschULDUNG WEITER GESTIEGEN

Das Defizit aller öffentlichen Haushalte in den EU-Staaten stieg im Rezessionsjahr 1993 auf durchschnittlich 6,3% des BIP. 1994 konnte es auf 5,6% und 1995 auf etwa 5% verringert werden. Mehr als die Hälfte der Saldenverbesserung war auf diskretionäre Maßnahmen zur Dämpfung der Ausgabendynamik zurückzuführen; die Konjunktur unterstützte 1995 – im Gegensatz zum Vorjahr – den Konsolidierungsprozeß kaum. Selbst wenn der Defizitabbau nur zäh vorankam, wurden doch in einer Reihe von Ländern wichtige Reformschritte zur Strukturverbesserung gesetzt, die auf mittlere Sicht – und bei wieder besserer Konjunkturlage – deutliche und nachhaltige Erfolge erwarten lassen.

Immerhin konnten 1995 11 von 15 Ländern ihr Haushaltsdefizit verringern. Die größten Erfolge erzielten Schweden (die Defizitquote sank um mehr als 3% des BIP), Griechenland, Italien, Dänemark und Großbritannien. Verschlechtert hat sich die Budgetlage vor allem in den Hartwährungsändern Deutschland und Österreich, wo sich auch die Konjunktur am deutlichsten abschwächte. Eine Defizitquote von 3% des BIP oder weniger – wie es dem Konvergenzkriterium des Vertrags von Maastricht entsprechen würde – erzielten 1995 nur Dänemark, Luxemburg und Irland.

### *Economic Developments in the EU in 1995*

#### *Weakening Activity an Obstacle for the Consolidation of Budget Deficits – Summary*

Following the turmoil in foreign exchange markets in spring, the business cycle recovery in western Europe lost momentum and eventually came to a halt. Despite a generally favorable policy framework business and consumer confidence weakened, particularly in the hard-currency area. The slackening of demand and output, together with a new rise in unemployment, makes the task of public sector deficit reduction even more difficult. A majority of EU countries still has some way to go in order to meet the fiscal criteria for EMU. However, substantial progress has been made in the convergence towards price stability.

Business cycle developments in western Europe in 1995 proved disappointing. Instead of gaining further strength, demand and output, having rebounded markedly in 1994, weakened and rose by no more than 2½ percent year-on-year. Towards the end of the year, seasonally adjusted GDP actually fell in a number of countries. Although the macro-economic environment has improved in some respects over the past twelve months there is as yet little evidence in leading indicators to suggest that growth is about to resume.

### *Übersicht 3: Budget und Leistungsbilanz*

	Finanzierungssaldo aller öffentlichen Haushalte			Leistungsbilanzsaldo		
	1993	1994	1995 <sup>1)</sup>	1993	1994	1995 <sup>1)</sup>
	in % des BIP			in % des BIP		
EU	- 6,3	- 5,6	- 4,9	0,1	0,4	0,6
Deutschland	- 3,5	- 2,6	- 3,1	- 0,8	- 1,0	- 0,8
Frankreich	- 6,1	- 6,0	- 5,0	0,7	0,6	1,3
Italien	- 9,6	- 9,0	- 7,4	1,2	1,5	1,9
Großbritannien	- 7,8	- 6,9	- 5,0	- 1,9	- 0,0	- 1,1
Spanien	- 7,4	- 6,6	- 6,0	- 0,5	- 0,8	0,0
Niederlande	- 3,2	- 3,2	- 3,1	3,1	3,0	3,4
Schweden	- 13,4	- 10,4	- 7,3	- 2,2	0,3	2,4
Belgien <sup>2)</sup>	- 6,7	- 5,3	- 4,4	5,4	5,5	5,8
Österreich	- 4,1	- 4,5	- 6,2	- 0,4	- 0,9	- 2,0
Dänemark	- 4,5	- 3,8	- 1,9	4,1	1,8	1,8
Finnland	- 8,0	- 5,8	- 5,7	- 1,1	1,4	2,9
Portugal	- 7,3	- 5,8	- 5,4	0,8	- 1,3	- 0,7
Griechenland	- 12,0	- 11,4	- 9,5	- 0,9	- 0,2	- 2,1
Irland	- 2,4	- 2,3	- 2,6	6,6	5,8	6,6

Q: OECD, OeNB, ÖSTAT, WIFO – <sup>1)</sup> Prognose (ausgenommen Österreich) – <sup>2)</sup> Leistungsbilanz: Belgien und Luxemburg

Der Anteil der öffentlichen Verschuldung am BIP stieg 1995 neuerlich (um rund 3 Prozentpunkte auf 71%). Dies war großteils – wenn auch nicht ausschließlich – eine Folge der Übernahme von im Zuge der deutschen Wiedervereinigung eingegangenen Verpflichtungen (vor allem der Treuhandanstalt) in den zentralen öffentlichen Haushalt Deutschlands. Auch in 10 anderen Mitgliedsländern stieg die Schuldenquote. Rückläufig war sie in Irland, Belgien, Dänemark und Italien.

The reasons for the cyclical setback are not sufficiently clear. The leveling-off of inventory build-up is one element, and some friction in the transition towards investment-driven growth has indeed been repeatedly observed in the past. Another factor has been the sustained upward drift in long-term interest rates throughout 1994, an unusual feature at that stage of the cycle. Moreover, and perhaps most importantly, European exchange rates were struck by new turmoil in the wake of a sharp fall in the dollar in March 1995. The improvement in European labor markets proved short-lived. Employment growth leveled off around mid-1995. Unemployment fell slightly to a rate just below 11 percent in fall 1995, resuming its rising trend thereafter. Weakening demand and generally underutilized production capacities kept inflation from accelerating. The annual rise in consumer prices remained at a moderate 3 percent on average for the 15 EU countries. Public sector deficits in the EU fell slightly from an average 5½ percent to 5 percent of GDP. A deficit/GDP ratio of 3 percent or lower, as stipulated by the Maastricht treaty, would have been achieved in 1995 by only three countries: Denmark, Luxembourg and Ireland.