

Markus Marterbauer\*)

# Asynchroner Verlauf der internationalen Konjunktur

**Die internationale Konjunktur ist 1994 von einer merklichen Erholung bei deutlichen Wachstumsunterschieden zwischen den Ländern geprägt. Die asiatischen Länder und der nordamerikanische Raum bilden den Wachstumspol. Die Entwicklung in Japan ist weiterhin schwach. Innerhalb Europas wächst die Wirtschaft in Großbritannien und den skandinavischen Ländern kräftiger, während die Konjunktur vor allem in Deutschland unsicher bleibt. Die Inflation ist unverändert niedrig. Das Wachstum reicht nicht aus, um einen Anstieg der Arbeitslosigkeit zu verhindern.**

Zu Beginn des Jahres 1994 ist die Einschätzung der internationalen Konjunktur optimistischer geworden. Die weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen haben sich schon im Laufe des vergangenen Jahres kontinuierlich gebessert. Der Welthandel erholt sich merklich. Impulse erhält das Welthandelswachstum vor allem aus der Dynamik in den asiatischen Ländern, der besseren Entwicklung in Lateinamerika und der Hochkonjunktur im nordamerikanischen Raum.

Unter den OECD-Ländern sind die USA die „Konjunkturlokomotive“. Ihre Wirtschaft folgt auch 1994 einem stabilen Wachstumskurs, der von einer lebhaften Binnennachfrage getragen wird und über die steigende Importnachfrage auch die Wirtschaft der Handelspartner belebt.

In den europäischen OECD-Ländern verläuft die Konjunktur sehr unterschiedlich. Für Großbritannien, Irland und die skandinavischen Länder sind die Wachstumsaussichten schon 1994 gut. Hier macht sich die Entspannung der Wechselkurs- und Zinspolitik bemerkbar. Zurückhaltender ist die Konjunktur noch in den anderen kontinentaleuropäischen Ländern einzuschätzen. Zwar sind im laufenden Jahr Anzeichen für eine Belebung der Wirtschaft zu erkennen, und das Konjunkturklima verbessert sich merklich, mit einer Festigung des Aufschwungs kann allerdings erst 1995 gerechnet werden. Den Unsicherheitsfaktor für die Entwicklung in Europa bildet die Konjunktur in Deutschland: Die Nachfrage aus dem Ausland stärkt zwar die Wirtschaftsaktivität, die inländische Nachfrage bleibt jedoch äußerst schwach. Infolge einer restriktiven Fiskalpolitik und einer sehr mäßigen Lohnpolitik fällt vor allem der private Konsum als Konjunkturstütze aus. In Europa wirken die erst langsam ausklingende Phase einer restriktiven Geldpolitik und Bemühungen zur Budgetkonsolidierung (Konvergenzkriterien des Maastrichter Vertrages) als Konjunkturhemmnis.

In Japan ist für das laufende Jahr noch kein Ende der Stagnation absehbar. Die starke Yen-Aufwertung schwächt

die Exportindustrie weiter, und die Aufschwungtendenzen in der heimischen Nachfrage bleiben 1994 noch schwach.

Im gesamten OECD-Raum wird das BIP 1994 mit einer realen Rate von +2,5% auf den längerfristigen Wachstumspfad zurückkehren. Die Impulse kommen vor allem aus Nordamerika. In den europäischen OECD-Ländern ist die Konjunkturerholung 1994 mit +1,5% noch zaghafte und beschleunigt sich erst im Jahr 1995 (+2,8%).

Die erheblichen Wachstumsdifferenzen zwischen den OECD-Staaten werden sich erst 1995 einebnen. Mit der unterschiedlichen Ausrichtung der Geldpolitik zwischen den USA und Europa und deren Effekten auf Zinsniveau und Wechselkurse können die Festigung der Konjunktur in den USA und der Aufschwung in Europa eine Konvergenz der Wachstumsraten bei rund 3% zur Folge haben.

Der bevorstehende Aufschwung in den Industrieländern ist gekennzeichnet durch das Ausbleiben von inflationärem Druck und durch eine nur marginale Entspannung auf dem Arbeitsmarkt. 1994 wird der Preisauftrieb mit 2,3% in der OECD (ohne Türkei; 3,0% für die europäischen OECD-Länder) weiterhin sehr schwach sein. Dies gilt grundsätzlich auch für 1995.

Die Arbeitslosigkeit bleibt trotz Konjunkturerholung das zentrale wirtschaftspolitische Problem, ganz besonders in Europa. Zwar geht mit der Festigung des Wachstums 1995 auch eine Rückkehr zu leicht zunehmender Beschäftigung einher, in den europäischen OECD-Ländern steigt die Arbeitslosenquote jedoch weiter auf 11,5%. Deutliche Beschäftigungsgewinne und einen Rückgang der Arbeitslosenquote werden nur die USA verzeichnen.

Mit einer Verbesserung der makroökonomischen Rahmenbedingungen und steigenden realen Wachstumsraten wird sich auch die Situation auf dem Arbeitsmarkt etwas verbessern. Nach einem Rückgang in zwei aufeinanderfolgenden Jahren (1992 -0,3%, 1993 -0,2%) nimmt die Be-

\*) Die Aufbereitung der statistischen Daten betreute Christine Gruber

Wirtschaftswachstum

Übersicht 1

	Gewicht <sup>1)</sup>	Brutto-Inlandsprodukt		
		1993	1994	1995
Veränderung gegen das Vorjahr in %, real				
USA	37,5	+ 3,0	+ 4,3	+ 3,0
Japan	15,5	+ 0,1	+ 0,8	+ 2,5
Deutschland	9,1	- 1,2	+ 1,5	+ 2,3
Frankreich	6,8	- 0,7	+ 1,3	+ 2,8
Italien	6,4	- 0,4	+ 1,3	+ 2,3
Großbritannien	6,0	+ 1,9	+ 2,8	+ 3,3
Kanada	3,4	+ 2,4	+ 4,0	+ 4,5
<b>Große Industrieländer</b>	<b>84,6</b>	<b>+ 1,4</b>	<b>+ 2,8</b>	<b>+ 3,0</b>
Spanien	3,2	- 1,0	+ 1,0	+ 2,8
Australien	1,9	+ 4,1	+ 4,3	+ 4,0
Niederlande	1,6	+ 0,3	+ 1,3	+ 2,5
Türkei <sup>2)</sup>	1,4	+ 7,2	+ 0,5	+ 3,5
Belgien	1,2	- 1,3	+ 1,3	+ 2,5
Schweiz	1,0	- 0,6	+ 1,5	+ 2,8
Schweden	0,9	- 2,1	+ 2,5	+ 3,0
Österreich	0,9	- 0,3	+ 2,0	+ 3,0
Dänemark	0,6	+ 0,8	+ 3,5	+ 3,5
Portugal	0,6	- 1,3	+ 1,0	+ 2,0
Finnland	0,5	- 2,6	+ 2,3	+ 4,5
Griechenland	0,5	- 0,1	+ 0,8	+ 2,0
Norwegen	0,5	+ 2,5	+ 3,3	+ 3,3
Neuseeland	0,3	+ 4,8	+ 3,8	+ 3,3
Irland	0,3	+ 2,2	+ 3,8	+ 4,5
Luxemburg	0,1	+ 0,3	+ 1,3	+ 2,3
Island	0,0	+ 0,8	- 1,3	+ 1,5
<b>Kleine Industrieländer</b>	<b>15,4</b>	<b>+ 0,8</b>	<b>+ 1,8</b>	<b>+ 3,0</b>
OECD insgesamt	100,0	+ 1,3	+ 2,5	+ 3,0
OECD-Europa	41,4	- 0,1	+ 1,5	+ 2,8
EU	38,3	- 0,3	+ 1,5	+ 2,5
EFTA	3,8	- 0,7	+ 2,3	+ 3,3

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

schäftigung in den OECD-Ländern nun wieder zu: 1994 +0,7%, 1995 +1,1%. Dies wird allerdings nur marginale Effekte auf die Entwicklung der Arbeitslosigkeit haben. Mit einer Arbeitslosenquote von 8,3% werden im OECD-Raum

**Sinkende Arbeitslosigkeit in den USA, anhaltender Anstieg in Europa**

Ende 1994 knapp 36 Mill. ohne Arbeit sein. Zwischen den einzelnen OECD-Ländern divergiert die Entwicklung von Beschäftigung und Arbeitslosigkeit allerdings markant.

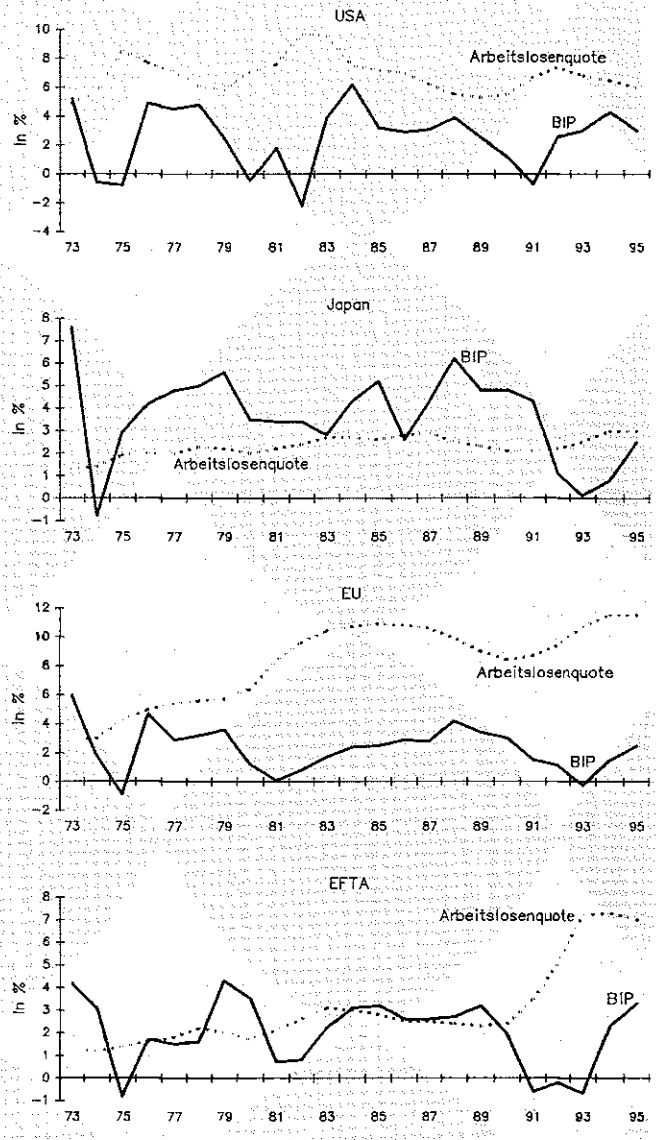
**Der Aufschwung in den USA ist mit steigender Beschäftigung (1994 +3%) und sinkender Arbeitslosenquote (6,5%) verbunden. In Europa sind die Wachstumsraten noch zu schwach, um einen Anstieg der Arbeitslosenquote (auf 11,5%) zu verhindern.**

Der Aufschwung in den USA war schon 1993 von einem Beschäftigungswachstum um 1,5% begleitet; im Hochkonjunkturjahr 1994 soll die Beschäftigung um 3% wachsen, 1995 wird mit einem weiteren Anstieg um 1,8% gerechnet. Dabei bleibt die Leistung von Überstunden nach wie vor hoch. Dieser beachtliche Beschäftigungszuwachs erfolgt zu mehr als 90% im privaten Bereich. Problematisch ist weiterhin das — im Vergleich mit Europa — äußerst nied-

Wirtschaftswachstum und Arbeitslosenquote

Abbildung 1

Veränderung des realen Brutto-Inlandsproduktes und Arbeitslosenquote in %



rige Lohnniveau auch für neu geschaffene Arbeitsplätze. Die Arbeitslosenquote geht kontinuierlich zurück. Für 1994 rechnet die OECD mit einer Quote von 6½%. Der Rückgang gegenüber dem Höchststand 1992 beträgt somit mehr als 1 Prozentpunkt. Etwa gleich hoch ist allerdings noch der Abstand zum Vorrezessionsniveau von 1989. 1995 wird mit einem weiteren Rückgang der Arbeitslosenquote in den USA auf 6% gerechnet.

Wenig dynamisch entwickelt sich hingegen die Beschäftigung in Japan. Die äußerst schwache Inlandsnachfrage und die Exportprobleme spiegeln sich in einer Stagnation im Jahr 1993, die auch 1994 anhalten wird. Die Industriebeschäftigung ist weiterhin deutlich rückläufig. Erst 1995 wird mit der beginnenden Konjunkturwende mit einem Beschäftigungswachstum von 0,8% gerechnet. Die Arbeitslosenzahl stieg im März auf über 2 Mill., den höchsten Wert seit mehr als 40 Jahren. Die Arbeitslosenquote wird laut OECD-Prognose im Jahresdurchschnitt 1994 bei 3,0% liegen und auch 1995 nicht sinken.

Arbeitslosenquote und Inflation

Übersicht 2

	Arbeitslosenquote <sup>1)</sup>			Verbraucherpreise <sup>2)</sup>		
	1993	1994	1995	1993	1994	1995
	In %			Veränderung gegen das Vorjahr in %		
USA	6,8	6,5	6,0	+ 2,9	+ 2,5	+ 3,5
Japan	2,5	3,0	3,0	+ 1,2	+ 0,5	+ 0,5
Deutschland	8,9	10,3	10,5	+ 4,0	+ 3,0	+ 2,0
Frankreich <sup>3)</sup>	11,7	12,5	12,5	+ 2,1	+ 1,8	+ 1,5
Italien <sup>3)</sup>	10,2	11,5	11,8	+ 4,5	+ 4,0	+ 3,0
Großbritannien <sup>3)</sup>	10,3	9,8	9,0	+ 1,6	+ 3,0	+ 2,8
Kanada	11,2	11,0	10,3	+ 1,9	+ 0,8	+ 2,3
<b>Große Industrieländer</b>	<b>7,3</b>	<b>7,5</b>	<b>7,3</b>	<b>+ 2,7</b>	<b>+ 2,3</b>	<b>+ 2,5</b>
Spanien <sup>3)</sup>	22,4	24,3	24,3	+ 4,6	+ 4,3	+ 3,0
Australien	10,9	10,0	9,3	+ 1,8	+ 2,0	+ 2,5
Niederlande <sup>3)</sup>	8,3	10,0	10,3	+ 2,6	+ 2,8	+ 2,5
Türkei	8,7	12,5	14,0	+65,2	+105,0	+80,0
Belgien <sup>3)</sup>	9,2	10,3	10,3	+ 2,7	+ 1,5	+ 2,3
Schweiz	4,5	4,5	3,8	+ 3,2	+ 2,5	+ 2,8
Schweden	8,2	8,0	8,0	+ 4,6	+ 1,8	+ 2,5
Österreich	4,3	4,6	4,6	+ 3,6	+ 2,8	+ 2,2
Dänemark <sup>3)</sup>	12,3	10,8	10,3	+ 1,2	+ 1,5	+ 2,0
Portugal <sup>3)</sup>	5,5	6,5	7,0	+ 6,5	+ 5,5	+ 4,3
Finnland	17,7	18,3	17,5	+ 2,2	+ 1,0	+ 1,5
Griechenland <sup>3)</sup>	9,8	11,0	11,3	+14,4	+ 11,0	+10,0
Norwegen	6,0	5,8	5,5	+ 2,3	+ 1,5	+ 1,8
Neuseeland	9,5	9,0	8,5	+ 1,2	+ 1,0	+ 1,8
Irland <sup>3)</sup>	15,8	15,8	15,8	+ 1,4	+ 1,5	+ 2,0
Luxemburg <sup>3)</sup>	1,9	2,5	2,5	+ 3,6	+ 2,5	+ 2,3
Island	4,3	6,0	6,3	+ 4,0	+ 2,0	+ 1,5
<b>Kleine Industrieländer</b>	<b>11,6</b>	<b>12,5</b>	<b>12,5</b>	<b>+ 9,5</b>	<b>+ 12,5</b>	<b>+10,0</b>
OECD insgesamt	7,8	8,3	8,0	+ 3,6	+ 3,8	+ 3,8
OECD-Europa	10,7	11,5	11,5	+ 5,4	+ 6,5	+ 5,3
EU	10,7	11,5	11,5	+ 3,3	+ 3,3	+ 2,5
EFTA	7,2	7,3	7,0	+ 3,4	+ 1,8	+ 2,3

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

Entwicklung der Weltmarktrohstoffpreise Übersicht 3

HWWA-Index

	Gewicht	1993	1994	1995
	In %	Veränderung gegen das Vorjahr in %		
Insgesamt	100,0	-10	-7	+7
Ohne Energierohstoffe	36,8	-9	+9	+8
Nahrungs- und Genußmittel	15,9	+3	+11	±0
Getreide	4,6	-3	+14	-1
Ölsaaten, Öle	2,9	+5	+8	-4
Genußmittel, Zucker	8,4	+6	+10	+3
Industrierohstoffe	20,9	-14	+8	+11
Agrarische Industrierohstoffe	10,2	-17	+12	+12
NE-Metalle	6,1	-16	+6	+12
Eisenerz, Schrott	4,6	-5	+2	+8
Energierohstoffe	63,2	-10	-15	+7
Kohle	5,5	-3	-2	+2
Rohöl	57,7	-11	-16	+7

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

USA dürften die steigenden langfristigen Zinsen auch auf gewisse Inflationserwartungen hindeuten, die sich freilich bisher nicht in den Zahlen spiegeln. Die gute Kapazitätsauslastung und die steigende Tendenz der Beschäftigung könnten 1995 trotz weiterhin hoher Investitionen und einer

Keine unmittelbare Inflationsgefahr

Arbeitslosenzahl von 8 Mill in den USA den Preis- und Lohndruck verstärken. Diese Tendenz könnte durch das Anziehen der Preise auf den internationalen Rohstoffmärkten akzentuiert werden.

Auch mittelfristig zeichnet sich in den USA kein hoher Inflationsdruck ab (Prognose 1995 3½%). Noch geringer ist der Preisauftrieb in den anderen OECD-Ländern (mit Ausnahme der Türkei). In Japan wird er dank der schleppenden Wirtschaftsbelebung auch 1995 unter 1% bleiben. Für Europa rechnet die OECD mit einer weiteren Verlangsamung des Preisauftriebs. Die Prognosen lauten auf 3,0% (1994) und 2,5% (1995; jeweils ohne Türkei). Die nach wie vor niedrige Kapazitätsauslastung in den Unternehmen, die hohe Arbeitslosigkeit und die zurückhaltenden Lohnerhöhungen begründen den geringen Inflationsdruck von der Kostenseite. In Deutschland wird die Inflation, bei einer deutlichen Ausweitung der Geldmenge M3 im I Quartal, weiter sinken.

Die ersten Monate des Jahres 1994 waren durch markante Preisanstiege einer Reihe konjunkturrempfindlicher Rohwaren gekennzeichnet. Nach einem Preisrückgang über drei Jahre setzt die Stabilisierung der Weltkonjunktur nunmehr Impulse für steigende Notierungen auf den internationalen Rohstoffmärkten. Dies betrifft Grundstoffe im Stahl- und Chemiebereich, aber auch verschiedene Buntmetalle. Auf den Edelmetallmärkten tragen spekulative Interessen zu einer Stärkung bei. Rohöl ist noch deutlich billiger als im Vorjahr, allerdings könnte längerfristig eine Belebung der Wirtschaft in den Industrieländern die Nachfrage merklich steigen lassen. Trotz des nach wie vor ho-

Am prekärsten ist die Arbeitsmarktsituation weiterhin in Europa. Hier ist nicht nur das Niveau der Arbeitslosigkeit in den letzten drei Jahren am stärksten gestiegen, auch die Arbeitslosenquoten sind die höchsten unter den OECD-Ländern. Das noch schwache Wirtschaftswachstum reicht in Europa nicht aus, um die Arbeitslosenzahlen zu stabilisieren. Selbst im Zuge des langsam einsetzenden Aufschwungs muß 1994 neuerlich mit einem Beschäftigungsrückgang gerechnet werden (-0,9%), der mit einer weiteren Erhöhung der Arbeitslosenquote um rund 1 Prozentpunkt auf 11,5% einhergeht.

Die äußerst unsichere und fragile Konjunktursituation prägt auch in Deutschland den Arbeitsmarkt. In Westdeutschland wird die Zahl der Beschäftigten 1994 weiterhin und zwar um mehr als 400 000 sinken. Auch in Ostdeutschland ist 1994 die Talsohle möglicherweise noch nicht erreicht, ein neuerlicher Rückgang um 60 000 wird erwartet. Insgesamt sinkt die Beschäftigung in Deutschland um 2%, die Arbeitslosenquote steigt markant auf 9,9% (Gemeinschaftsprognose der Forschungsinstitute) oder 10,3% (OECD-Prognose). Die derzeit prognostizierten mäßigen Wachstumsraten für Deutschland lassen auch 1995 keinen Rückgang der Arbeitslosenquote erwarten.

Das verhaltene Wachstum in den OECD-Ländern läßt keine unmittelbare Inflationsgefahr entstehen. Einzig in den

hen Angebotes wären die Preisprognosen dann für 1995 nach oben zu revidieren. Auch auf den Agrarmärkten gehen die Preiserhöhungen von sehr niedrigem Niveau aus. Deutlich zogen hier vor allem die Preise von Kaffee, Kakao und Baumwolle an.

## Anstieg der langfristigen Zinssätze als Risiko

Die ersten Monate des Jahres 1994 waren von erheblichen Turbulenzen auf den Finanzmärkten und einer international stark differierenden Bewegung der kurzfristigen Zinssätze geprägt. Nach einem kontinuierlichen Rückgang in den OECD-Ländern seit 1992 stieg das langfristige Zinsniveau in den USA ab dem IV. Quartal 1993 und in den anderen Staaten ab Anfang 1994 markant und für viele unerwartet. In Japan und Europa hat sich die Wertpapierrendite um rund 1 Prozentpunkt erhöht, in den angelsächsischen Ländern deutlich stärker.

Diese Entwicklung hat verschiedene Ursachen: Zum einen spiegelt das Anziehen der langfristigen Zinssätze generell das geänderte wirtschaftliche Umfeld, die Belebung der Aktivitäten und die Erwartung eines Aufschwungs in der OECD wider. Für die Kapitalmärkte sind hier das starke Wachstum in den USA und die zunehmenden Inflationsängste von Bedeutung.

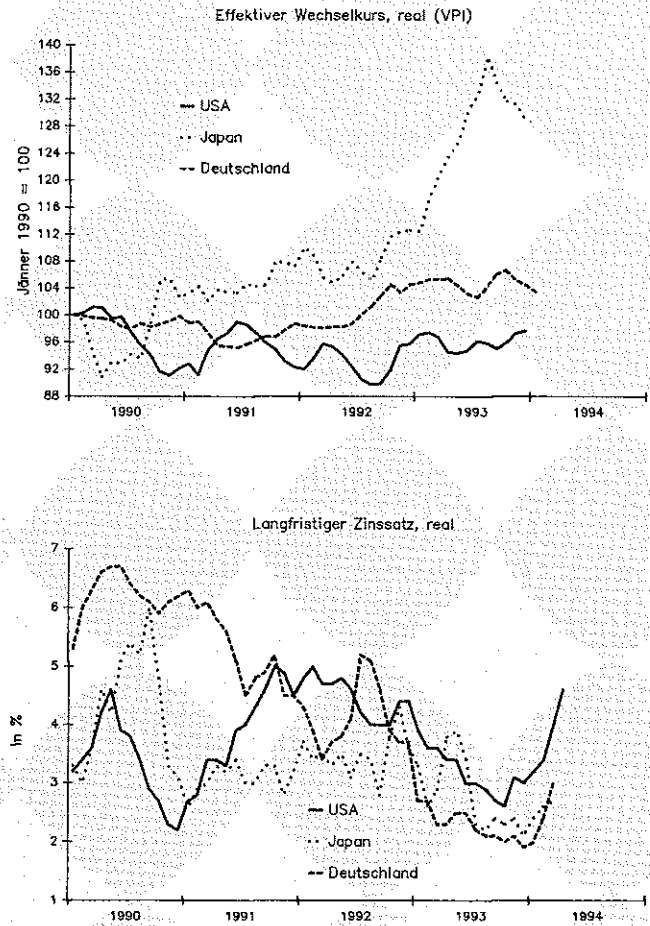
Zum anderen gingen seit dem IV. Quartal 1993 von der Geldpolitik der USA Signale für ein bevorstehendes Ende der expansiven Orientierung aus. Seit Februar 1994 wurde in mehreren Schritten eine deutlich straffere Zinspolitik umgesetzt. Die erwartete Erhöhung der kurzfristigen Zinsen mag zum Anstieg des langfristigen Zinsniveaus in erheblichem Ausmaß beigetragen haben.

Eine Rolle spielt zudem die spekulative Prägung der weltweiten Finanzmärkte, und das in mehrfacher Hinsicht: Auf den Wertpapiermärkten war in den letzten Jahren ein anhaltender Boom zu beobachten, der durch die hohe Liquidität und die Bedeutung spekulativer Instrumente (Derivate) gekennzeichnet ist. Diese Entwicklung hat sich im I. Quartal 1994 umgekehrt. Der Kursrückgang und der damit verbundene Zinsanstieg dürften auch spekulativ bedingt sein. Die Schwäche des Dollars gegenüber dem Yen und den europäischen Währungen entzieht dem Bondmarkt in den USA weiteres spekulatives Kapital.

Zudem gibt das Anziehen der Rohstoffpreise seit Beginn des Jahres nur zum Teil die durch die Wirtschaftsbelebung erhöhte Nachfrage wieder, ist andererseits aber auch das Ergebnis kurzfristiger Spekulation. Verschiedene Investmentfonds nutzen neuerdings die Rohwarenmärkte für Anlagen und schichten Mittel aus den Wertpapiermärkten in diese Richtung um. Eine weitere Ursache für den synchronen Anstieg des Zinsniveaus in den OECD-Ländern sind die Liberalisierung des Kapitalverkehrs und die hohe Mobilität des Finanzkapitals. Dadurch entsteht ein internationaler Angleichungsdruck auf die nominellen Zinssätze, obwohl sich die Wirtschaftsdaten in den einzelnen Regionen sehr unterschiedlich entwickeln.

## Wechselkurse und Zinsentwicklung

Abbildung 2



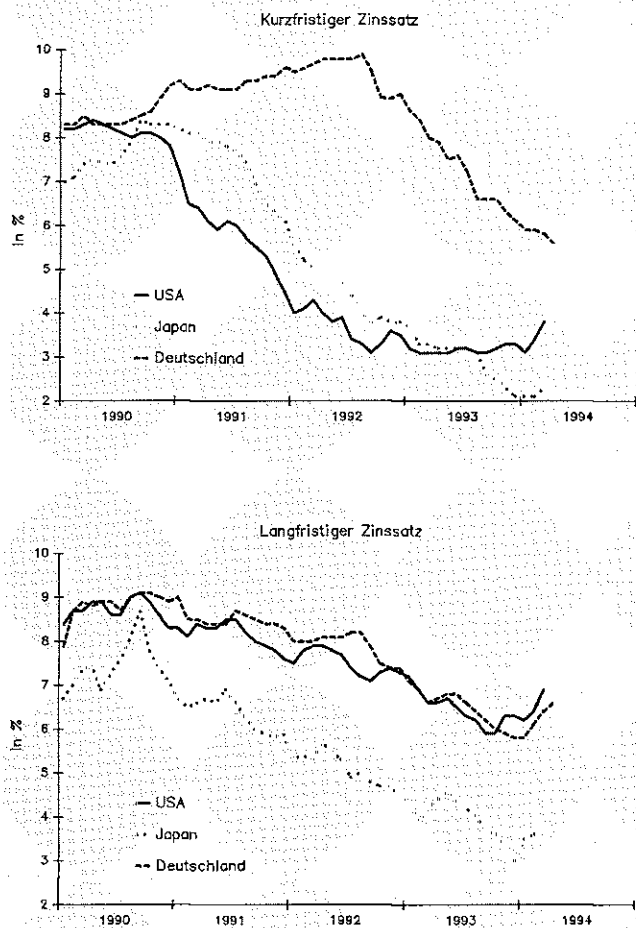
Die OECD erwartet für das langfristige Zinsniveau in den USA einen weiteren Anstieg im Jahr 1994 und eine Stabilisierung auf 7% 1995. Die weitere Entwicklung des langfristigen Zinsniveaus in Europa ist sehr unsicher.

Die Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze ist weitgehend Ausdruck der unterschiedlichen Position der einzelnen Regionen im Konjunkturzyklus. In den USA wechselt die Geldpolitik von einer expansiven Orientierung, die das Gelingen des Aufschwungs ganz entscheidend beeinflusst hat, zu einem strafferen Kurs über. Seit Februar 1994 wurde die Federal Funds Rate mehrmals angehoben. Das kurzfristige Zinsniveau hat sich von 3% 1993 auf 4¼% erhöht. Im Lauf des Jahres 1994 rechnet die OECD mit einem weiteren Anstieg auf über 4½%, und im Jahr 1995 sollen die kurzfristigen Zinsen merklich um 1 Prozentpunkt steigen.

In Europa wird das kurzfristige Zinsniveau seit September 1992 schrittweise gesenkt (von knapp 10% auf unter 6%), das Tempo wird von der Deutschen Bundesbank vorgegeben. Diese Entwicklung setzt sich 1994 fort. Die nachlassende Inflation, die sehr mäßigen Lohnerhöhungen und die verhaltene Wirtschaftsbelebung sollten Anstöße für eine weniger restriktive Orientierung der Geldpolitik bieten. Die Schwäche des Dollars und der daraus resultierende — unerwünschte — Aufwertungsdruck für die DM bestärken diese Tendenzen. Für 1994 und 1995 wird ein Rückgang der Geldmarktzinsen in den „Hartwährungsändern“ auf etwa 4% erwartet. Die Geldpolitik weist nun wie-

Entwicklung lang- und kurzfristiger Zinssätze

Abbildung 3



der Elemente einer Wechselkursorientierung auf, indem eine Aufwertung der DM gegenüber dem Dollar auch über zinspolitische Maßnahmen verhindert werden soll.

**Der Anstieg des langfristigen Zinsniveaus zu Beginn des Jahres sollte das gefestigte Wachstum in den USA nicht gefährden. Für die am Beginn des Aufschwungs stehende Konjunktur der europäischen Länder birgt er ein gewisses Risiko.**

Die Wirtschaft der USA dürfte sich im dritten Jahr des Aufschwungs auf einem nunmehr gefestigten und stabilen Wachstumspfad befinden, sodaß das Anziehen der kurzfristigen und der langfristigen Zinsen die Entwicklung nicht ernsthaft gefährdet. Hingegen kann für die schwächeren Volkswirtschaften vor allem in Europa die deutliche Steigerung des langfristigen Zinsniveaus ein erhebliches Konjunkturrisiko enthalten. Wegen der rückläufigen Inflationsrate steigt das Realzinsniveau deutlicher als das Nominalzinsniveau. Das nominelle Zinsniveau liegt zudem wieder merklich über den nominellen Wachstumsraten des BIP. Diesen Gefahren könnte mit einer forcierten Senkung der geldpolitisch unmittelbar beeinflussbaren Zinssätze begegnet werden. Dafür besteht auch nach Meinung der OECD oder des IMF noch erheblicher Spielraum. In Europa wurde 1994 immerhin die inverse Zinsstruktur beendet, die als wesentliches Aufschwungshemmnis gelten konnte.

Die Finanzmärkte sind weiterhin recht volatil. Die Kapitalmärkte waren seit Beginn des Jahres von erheblichen Turbulenzen geprägt. Auch auf den Devisenmärkten haben sich unerwartete Entwicklungen ergeben: die Stärke des

**Devisenmärkte bleiben Unsicherheitsfaktor**

japanischen Yen — eine Entwicklung, die schon 1992 ihren Anfang genommen hat — und die Schwäche des Dollars auch gegenüber den europäischen Währungen. Mehrere Interventionsrunden der Notenbanken konnten das Entstehen von Spekulationsdruck gegen den Dollar nicht verhindern.

Noch Anfang 1994 galt der Dollar allgemein als deutlich unterbewertet; die Stärke der Wirtschaft der USA und das steigende Zinsniveau sollten nach übereinstimmender Einschätzung eine Aufwertung des Dollars einleiten. Zunehmend finden nun aber Hinweise auf das wachsende Leistungsbilanzdefizit der USA und handelspolitische Überlegungen. Gehör Japan verzeichnet in der von Unsicherheit geprägten Wirtschaftslage hohe Netto-Kapitalzuflüsse: Japanische Banken, Anlagefonds und Lebensversicherungsgesellschaften repatriieren bisher in den USA angelegtes Kapital. Auch mag eine Rolle spielen, daß die Liquiditätsregeln für Versicherungsgesellschaften in Zukunft für ausländische Anlagen eine stärkere Eigenkapitalunterlegung als für inländische verlangen. Die mit den Kapitalzuflüssen einhergehende Stärke des Yen kann, angesichts der Schwäche der japanischen Exportindustrie, die Gesamtwirtschaft nachhaltig schwächen.

Das Europäische Währungssystem war nach der neuerlichen Spekulationskrise im Sommer 1993 und der Erweiterung der Bandbreiten auf 15% von erstaunlicher Stabilität gekennzeichnet. Trotz der faktischen Suspendierung des Wechselkursmechanismus und einer erheblichen Asynchronität zwischen Geldpolitik und Konjunkturverlauf waren die europäischen Länder um die Wahrung eines stabilen Wechselkurses zur DM bemüht. 1994 entstand spekulativer Druck gegen den portugiesischen Escudo, die griechische Drachme und die spanische Peseta. Die verbesserten Wachstumsaussichten und die nunmehr weniger restriktive Geldpolitik in Europa sollten allerdings die Aufrechterhaltung der Währungsrelationen erleichtern.

**Belebung des Welthandels**

Der Welthandel wuchs 1993 mit +3% nur schwach, vor allem weil der Handel zwischen den europäischen OECD-Ländern schrumpfte. Mit der Erholung der Wirtschaft in den Industriestaaten wird der Welthandel wieder auf einen deutlicheren Expansionskurs einschwenken. Für 1994 rechnet die OECD mit einem Wachstum von 6,5%.

Innerhalb der OECD-Länder bildet der nordamerikanische Raum den Handelsmotor; der exportinduzierte Aufschwung in Europa wird den Welthandel beleben. Die größte Dynamik kommt im Welthandel aus dem asiati-

Entwicklung des Welthandels

Übersicht 4

Wirtschaftszahlen der USA

Übersicht 5

	1993	1994	1995
	Veränderung gegen das Vorjahr in %		
Welthandel, real	+ 3	+ 6½	+ 7½
Industrielländer			
Exporte	+ 1½	+ 5½	+ 6½
Importe	+ 1	+ 6	+ 7
Intra-OECD-Handel (Ø Exporte/Importe)	- 1	+ 4½	+ 6½
OPEC			
Exporte	+ 1½	+ 6	+ 6½
Importe	+ 2½	+ 1½	+ 3½
Sonstige Entwicklungsländer			
Exporte	+ 9	+ 10	+ 9½
Importe	+ 9½	+ 9½	+ 9
Osteuropa und GUS			
Exporte	+ 4½	+ 5½	+ 6½
Importe	+ 7	+ 2½	+ 6
Leistungsbilanzsaldo			
OECD-Länder	+ 4	+ 4	- 5
USA	-109	-140	-161
Japan	+131	+128	+120
Deutschland	- 22	- 10	- 8
OECD-Europa	+ 13	+ 47	+ 66
OPEC-Länder	- 35	- 48	- 44
Sonstige Entwicklungsländer	- 48	- 53	- 56
Osteuropa und GUS	- 8	- 8	- 9
Welt <sup>1)</sup>	- 87	-105	-114

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

schen Raum — der auch von der starken Yen-Aufwertung profitiert — und aus den lateinamerikanischen Ländern, die vom sinkenden Zinsniveau und damit der Abschwächung ihrer Auslandsverschuldung begünstigt sind. Ab Mitte 1995 wird schrittweise der Vertrag der Uruguay-Runde des GATT in Kraft treten. Auch diese Vereinbarungen sollten dem Welthandel neue Impulse geben.

Die erhebliche Asynchronität der Konjunktur zwischen den einzelnen Regionen und die bedeutenden Wechselkursveränderungen machen sich in der Leistungsbilanzentwicklung bemerkbar. Wegen der starken Inlandsnachfrage und der Schwäche der Exportmärkte steigt das Leistungsbilanzdefizit der USA bis 1995 auf 2¼% des BIP. Hingegen sollte die Yen-Aufwertung den Überschuss Japans nicht mehr weiter wachsen lassen; die OECD prognostiziert für 1995 sogar einen Rückgang auf 2,6% des BIP. In Europa hat sich die Leistungsbilanzsituation in der Rezession 1993 verbessert, diese Entwicklung wird dank dem mäßigen Wirtschaftswachstum anhalten.

## USA auf stabilem Wachstumskurs

Die Erholung der Wirtschaft geht in den USA nun in das dritte Jahr und verstärkt sich weiter. Sie wurde eingeleitet und gefördert von einer Periode sehr niedrigen Zinsniveaus. Die stärksten Nachfragekomponenten bildeten deshalb zunächst die zinsensitiven Bereiche, also der Bausektor, die Käufe langlebiger Konsumgüter (Autos) und die privaten Investitionen. Im Jahr 1994 wird dieser Aufschwung breiter und erreicht seinen Höhepunkt. Die OECD erwartet mit +4¼% ein etwas höheres reales Wachstum als die nationalen Prognosen. Die verfügbaren Haushaltseinkommen steigen real weiter kräftig, die guten

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

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

Konjunkturperspektiven dämpfen zudem die Sparneigung der privaten Haushalte. Somit spielt der private Konsum (+ 4%) 1994 eine tragende Rolle für die Nachfrageentwicklung.

Aber auch die Investitionstätigkeit bleibt aufgrund der guten Absatz- und Ertragserwartungen weiterhin lebhaft. Die hohe Kapazitätsauslastung hält die Unternehmen zum weiteren Aufbau von Produktionskapazitäten an. Vor allem die Ausrüstungsinvestitionen wuchsen im I. Quartal 1994 kräftig (+ 13,5% im Vergleich zum Vorquartal). Rückläufig waren hingegen die Bauinvestitionen. Hier machte sich in den ersten Monaten des Jahres neben der ungünstigen Witterung auch das anziehende Zinsniveau bemerkbar. Aufgrund der schwachen Nachfrage in Europa und Japan entwickelten sich die Exporte noch verhalten. Im März belebten sie sich erstmals kräftiger. Die Prognose der OECD für die Warenexporte 1994 liegt mit real + 7,5% um mehr als 2 Prozentpunkte über den nationalen Prognosen. Die starke Binnennachfrage der USA läßt unmittelbar die Importe kräftig wachsen. Die Leistungsbilanz der USA verschlechtert sich somit rasch: Betrug das Defizit 1993 noch 1¼% des BIP, so wird für 1995 mit einem Abgang von 2¼% gerechnet (161 Mrd. \$).

Die Wirtschaftspolitik der USA schwenkt in der Hochkonjunktur auf einen restriktiveren Kurs. Die Fiskalpolitik nutzt schon seit einiger Zeit das Wachstum zu verstärkten Konsolidierungsbemühungen: Der öffentliche Konsum ist — auch durch einen markanten Rückgang der Rüstungsanschaffungen — rückläufig. 1994 verstärkten Steuererhöhungen die restriktive Orientierung der Budgetpolitik. Die Neuverschuldung des Zentralstaates verringert sich im Zuge des Aufschwungs kräftig. Das Defizit — es betrug 1992 noch 4,5% des BIP — sollte bis 1995 auf 2,5% sinken (175 Mrd. \$). Damit würde ein Überschuss im Primärbudget erzielt.

Die Geldpolitik, die mit ihrer expansiven Orientierung Anfang der neunziger Jahre erheblichen Anteil am Aufschwung hatte, setzt nun auf einen strafferen Kurs. Der Taggeldsatz wurde seit Februar 1994 in mehreren Schritten um mittlerweile 1¼ Prozentpunkte (auf 4¼%) erhöht.

**Wirtschaftszahlen der USA**

Saisonbereinigt, Jänner 1990 = 100

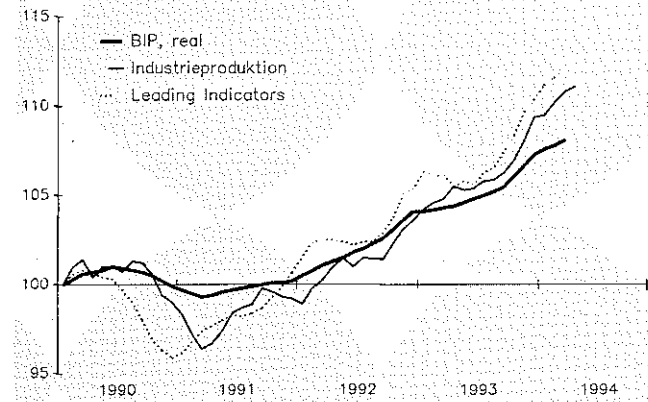


Abbildung 4

**Wirtschaftszahlen Japans**

Übersicht 6

	1993	1994	1995
	Veränderung gegen das Vorjahr in % real		
Privater Konsum	+1,1	+2,0	+3,5
Öffentlicher Konsum	+3,0	+2,5	+2,3
Brutto-Anlageinvestitionen	-1,3	+0,5	+3,0
Inländische Endnachfrage (Lagerbildung <sup>1)</sup> )	+0,5	+1,5	+3,3
Gesamte inlandsnachfrage	+0,4	+1,5	+3,3
Exporte i. w. S.	+1,0	+1,0	+2,8
Waren	-0,9	+0,3	+2,8
Importe i. w. S.	+3,1	+6,5	+7,5
Waren	+3,7	+7,0	+7,5
Außenbeitrag <sup>1)</sup>	-0,3	-0,8	-0,8
Brutto-Inlandsprodukt	+0,1	+0,8	+2,5
Deflator	+1,0	+0,8	+0,8
Nominell	+1,1	+1,5	+3,5
Produktivität			
BIP je Erwerbstätigen	-0,2	+0,5	+1,8

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

Mitte Mai wurde zudem erstmals seit fünf Jahren der Diskontsatz angehoben (um ½ Prozentpunkt auf 3½%). Die Großbanken setzten die Prime Rate im Gleichschritt auf 7¼% hinauf. Zur Zeit sind keine unmittelbaren Inflationssignale spürbar, die Jahressteuerungsrate betrug im April 2,3%, im Durchschnitt der ersten vier Monate 2,5%. Dennoch sollen die Zinssignale die Inflationserwartungen der Finanzmärkte eindämmen. Dies scheint mit den jüngsten Maßnahmen vorerst gelungen zu sein. Die höheren Zinssätze werden zwar die Bautätigkeit dämpfen, die von positiven Erwartungen getragenen Investitionen in den anderen Sektoren aber nicht erheblich beeinträchtigen. Die restriktivere Wirtschaftspolitik und endogene Faktoren tragen dazu bei, daß sich das Wachstum 1995 verlangsamt (+3%)

**Mühsame Belebungsversuche in Japan**

Japans BIP stagnierte 1993 real, weil sowohl die Exporte als auch die Inlandsnachfrage schwach waren. Die reale Aufwertung des Yen um rund 20% 1993 bewirkte einen erheblichen Einbruch der Exporte, Marktanteilsverluste und einen starken Rückgang der Gewinnmargen in der Exportindustrie. Obwohl die Eckdaten der Wirtschaftsentwicklung eher in die Gegenrichtung weisen würden, hält die Stärke des Yen gegenüber dem Dollar auch 1994 an. Nur konzertierte Interventionen mehrerer Notenbanken auf den Devisenmärkten konnten vorläufig ein Absinken des Dollars unter die „magische“ Grenze von 100 Yen je Dollar verhindern. Angesichts des hohen Handelsvolumens und der Spekulationsanfälligkeit der Devisenmärkte sind die Interventionsmöglichkeiten allerdings begrenzt. Trotz hoher Zins- und Wachstumsdifferenziale zwischen den USA und Japan und der politischen und wirtschaftspolitischen Unsicherheit in Japan bleibt die vielfach erwartete Yen-Abwertung unwahrscheinlich. Neben dem Überschuß Japans im Handel mit den USA und den damit zusammenhängenden handelspolitischen Auseinandersetzungen dürften Spekulationen auf den Devisenmärkten die Hauptursachen für diese Entwicklung sein.

Sollte die Yen-Stärke weiter anhalten, so würde dies erste Probleme für die japanische Wirtschaftsentwicklung mit sich bringen, denn die Binnennachfrage ist in Japan

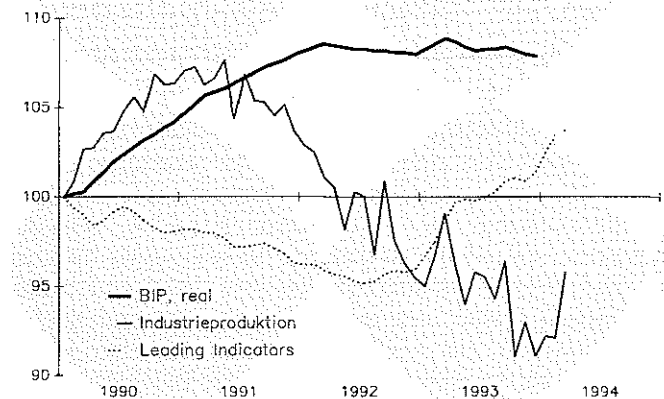
auch 1994 schwach. Der Einbruch auf den durch Spekulation aufgeblähten Immobilien- und Kapitalmärkten Anfang der neunziger Jahre löste einen anhaltenden Anpassungsprozess mit niedrigen Investitionen und Konsumausgaben aus. Konjunkturstützend wirkt 1994 hingegen die Wirtschaftspolitik. Die Fiskalpolitik versuchte in mehreren Programmen zur Konjunkturstimulierung durch Finanzhilfen für den Bankensektor und den Wohnbau, Infrastrukturinvestitionen und Investitionsförderungen Impulse zu setzen. Das jüngste Konjunkturpaket sieht vor allem lineare Kürzungen der Einkommensteuer vor, die etwa 1,2% des BIP ausmachen und vor allem den privaten Verbrauch beleben. Allerdings ist nach wie vor politisch umstritten, ob und in welchem Ausmaß die Einnahmehausfälle durch neue Konsumsteuern finanziert werden sollen. Die Konjunkturwirkung des Pakets wird wesentlich von dieser Entscheidung abhängen. Der starke Anstieg des Haushaltsdefizits dürfte der fiskalpolitischen Stimulierung allerdings 1995 politische Grenzen setzen.

Auch die japanische Geldpolitik ist expansiv orientiert. Das kurzfristige Zinsniveau wurde bis auf 2% reduziert. Die positiven Wirkungen dieser Strategie scheinen aber mit größerer Verzögerung als in der Vergangenheit einzusetzen. Wegen der hohen Verschuldung von Unternehmen und privaten Haushalten ist die Kreditnachfrage nach wie

**Wirtschaftszahlen Japans**

Abbildung 5

Saisonbereinigt, Jänner 1990 = 100



vor schwach. Belebend wirkt neben den öffentlichen Investitionen die Nachfrage nach Bauleistungen. Die Prognosen rechnen mit einem allmählichen Anziehen der gesamtwirtschaftlichen Aktivitäten ab der Mitte des laufenden Jahres. Die Konsolidierung der finanziellen Position der privaten Haushalte sollte in Kombination mit den fiskalischen Impulsen dann eine Ausweitung des privaten Konsums ermöglichen. Die Wachstumsprognose der OECD ist mit 0,8% für das Jahr 1994 dennoch relativ mäßig. Erst für 1995 wird mit real +2½% eine nachhaltige Erholung angenommen. Der Aufschwung wird auch dann primär von der Binnennachfrage getragen sein.

## Unsicherheiten der Konjunktur in Deutschland

Die Konjunktur ist in Deutschland weiterhin ausgesprochen labil. Nach der ausgeprägten Talfahrt bis ins Frühjahr 1993 hat sich die Gesamtwirtschaft bisher nicht merklich belebt. Die Rahmenbedingungen waren dafür auch wenig geeignet: Die Binnennachfrage wichtiger europäischer Handelspartner war rückläufig, von der Geldpolitik gingen nach wie vor markant restriktive Impulse aus, die Nachfrage der privaten Haushalte stagnierte. Der reale Rückgang des BIP der BRD von 1,2% setzte sich aus einer Abnahme in Westdeutschland um 1,9% und einem realen Wachstum in Ostdeutschland von 7,1% zusammen.

Zu Beginn des Jahres 1994 sind die Rahmenbedingungen besser: Die Auftragseingänge aus dem Ausland haben sich — im Zuge der Erholung der europäischen Konjunktur und der Hochkonjunktur in den USA — deutlich erhöht. Die robuste Zunahme der Auslandsnachfrage verleiht den traditionellen deutschen Exportbranchen, vor allem auch der Grundstoffindustrie Impulse. Vom Exportgeschäft profitiert die ostdeutsche Wirtschaft direkt zunächst nur wenig, die Nachfragebelebung wirkt sich unmittelbar vor allem in Westdeutschland aus. Die effektive Aufwertung der DM gegenüber mehreren EWS-Währungen zwischen Herbst 1992 und Herbst 1993 scheint die Wettbewerbsfähigkeit nicht mehr zu beeinträchtigen. Die Gemeinschaftsprognose der deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute trägt dieser Entwicklung mit einem Exportwachstum von 4,8% für 1994 Rechnung (nach einem Rückgang um 9,5% 1993).

Offen bleibt, wieweit die zunehmende Exportnachfrage die Produktion stärkt und die Investitionen belebt. Dies wird insbesondere von der Entwicklung der Unternehmenskosten und der inländischen Nachfrage abhängen. Die Kostensituation der deutschen Unternehmen hat sich in den letzten Monaten deutlich verbessert. Ein wesentliches Ergebnis der unter dem Titel „Standort-Debatte“ geführten wirtschaftspolitischen Diskussion besteht in einer äußerst zurückhaltenden Lohnpolitik der Gewerkschaften. Die Lohnabschlüsse in der Höhe von 2% zählen zu den niedrigsten in der Geschichte der BRD. Gemildert wurde die Kostenbelastung der Betriebe auch durch die schrittweise Entspannung der sehr restriktiven Geldpolitik: Seit September 1992 sind die Geldmarktzinssätze in Deutschland um 4 Prozentpunkte zurückgegangen. Die Bundesbank

## Wirtschaftszahlen der BRD

Übersicht 7

	1993		1994		1995	
	BRD	Westdeutschland	BRD	Westdeutschland	BRD	Westdeutschland
	Veränderung gegen das Vorjahr in %, real					
Privater Konsum	+ 0,1	- 0,0	- 0,5	- 0,5	+ 1,0	+ 1,0
Öffentlicher Konsum	- 0,7	- 1,3	+ 0,0	- 0,0	+ 0,3	+ 0,8
Brutto-Anlageinvestitionen	- 3,3	- 6,9	+ 3,3	+ 1,0	+ 6,0	+ 3,3
Ausrüstungsinvestitionen	- 11,4	- 15,0	+ 2,3	+ 0,8	+ 6,8	+ 3,5
Bauinvestitionen	+ 3,1	- 0,5	+ 4,0	+ 1,0	+ 5,5	+ 3,0
Inländische Endnachfrage (Lagerbildung <sup>1)</sup> )	- 0,8	- 1,8	+ 0,5	- 0,0	+ 2,0	+ 1,5
Gesamte Inlandsnachfrage	- 1,4	- 2,6	+ 0,8	+ 0,3	+ 2,3	+ 1,5
Exporte i. w. S.	- 9,5	- 6,1	+ 4,8	+ 4,0	+ 6,0	+ 6,0
Waren	- 9,2	-	+ 3,3	-	+ 5,8	-
Importe i. w. S.	- 10,0	- 9,5	+ 1,8	+ 2,0	+ 5,8	+ 6,5
Waren	- 12,1	-	± 0,0	-	+ 5,8	-
Außenbeitrag <sup>1)</sup>	+ 0,2	+ 0,6	+ 0,8	+ 0,8	+ 0,0	+ 0,3
Brutto-Inlandsprodukt	- 1,2	- 1,9	+ 1,5	+ 1,0	+ 2,3	+ 1,8
Deflator	+ 3,9	+ 3,3	+ 2,5	+ 2,5	+ 2,0	+ 1,8
Nominell	+ 2,6	+ 1,4	+ 4,0	+ 3,5	+ 4,3	+ 3,5
Produktivität						
BIP je Erwerbstätigen	+ 0,7	- 0,3	+ 3,0	+ 2,5	+ 2,0	+ 2,0

Q: OECD, Gemeinschaftsgutachten der fünf deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute, Sachverständigenrat, eigene Schätzungen. — <sup>1)</sup> Beitrag zum Wachstum des realen Brutto-Inlandsproduktes in Prozentpunkten.

nahm die Leitzinsen im Mai neuerlich zurück. Der Diskontsatz beträgt nunmehr 4,5%, der Lombardsatz 6%. Bis Jahresbeginn ist auch das Kapitalmarktzinsniveau gesunken. Die nun wieder „normale“ Zinsstruktur und das niedrigere Zinsniveau haben zentrale Bedeutung für die Konjunktur. Sie verschieben die relative Rentabilität wieder zugunsten von Sachkapitalinvestitionen. Dennoch sind sowohl die Geldmarkt- als auch die Kapitalmarktzinsen im Vergleich mit früheren Rezessionen nach wie vor relativ hoch.

Für eine Belebung der Produktions- und Investitionstätigkeit ist zudem neben der Kostenentlastung der Unternehmen vor allem die Entwicklung der Nachfrage relevant. Während das Wachstum der Auslandsnachfrage gefestigt scheint, ist die Kräftigung der Inlandsnachfrage mit hohen Unsicherheiten behaftet (und wird auch von den deutschen Konjunkturforschungsinstituten unterschiedlich beurteilt). Die Kostenentlastung der Unternehmen über niedrige Lohnabschlüsse verbessert wohl deren Wettbewerbsfähigkeit auf den internationalen Märkten, im Inland bedeutet sie naturgemäß eine Schwächung der Konsumnachfrage.

Die niedrigen effektiven Lohnsteigerungen bringen bei einer Inflation von 3% Reallohnverluste mit sich. Diese werden verstärkt durch Steuer- und Abgabenerhöhungen sowie Kürzungen verschiedener Sozialleistungen. Selbst bei sinkender Sparquote bedeutet dies einen realen Rückgang der privaten Konsumnachfrage. Sein Ausmaß wird unterschiedlich eingeschätzt. Während das Gemeinschaftsgutachten der deutschen Wirtschaftsforschungsinstitute eine Verringerung um 0,5% prognostiziert, ist das DIW mit -1,0% pessimistischer. Eine zweite zentrale Abweichung zwischen den Forschungsinstituten betrifft die Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen (Gemeinschaftsgutachten +2,3%, DIW -2%).

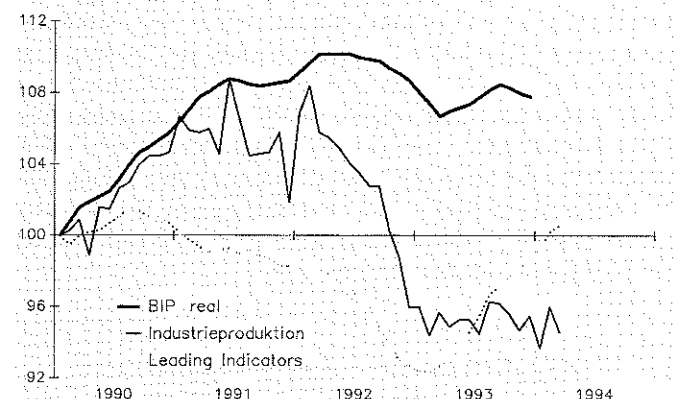
Aus der unterschiedlichen Prognose für privaten Konsum und Investitionen ergibt sich auch ein unterschiedliches Bild über die gesamtwirtschaftliche Entwicklung. Die Mehrheit der Institute erwartet für 1994 ein Wachstum von



1,5% (Westdeutschland +1%, Ostdeutschland +7,5%) Das DIW prognostiziert nach einer Wachstumsverbesserung im Winterhalbjahr 1993 eine neuerliche Verschlechterung im 1. Halbjahr 1994 und einen beginnenden Aufschwung erst ab dem IV. Quartal 1994 („double-dip recession“); das Wachstum für Gesamtdeutschland erreicht damit 1994 nur 0,5%. Die OECD ist in bezug auf den Beginn des Aufschwungs in Deutschland nunmehr optimistischer; das prognostizierte Wachstum wurde mit 1,8% 1994 deutlich nach oben revidiert

Die deutsche Wirtschaft entwickelte sich im I. Quartal 1994 unerwartet gut. Die Konjunkturindikatoren des Münchner Ifo-Instituts zeigen in einigen Bereichen, etwa der Erzeugung von Vorprodukten im verarbeitenden Gewerbe oder von Investitionsgütern, eine bessere Geschäftslage, die Kapazitätsauslastung der Betriebe steigt kontinuierlich. In Ostdeutschland ist vor allem die Stimmung im Baugewerbe optimistischer. Das Statistische Bundesamt errechnete für das I. Quartal ein reales Wachstum für Westdeutschland von 2,1% im Vorjahresvergleich. Unerwartet kräftig

**Wirtschaftszahlen Westdeutschlands** Abbildung 6  
Saisonbereinigt, Jänner 1990 = 100



vorangegangenen Jahre schon 1993 eine Belebung der Wirtschaftsaktivitäten mit sich brachten. Mit einem Wachstum von 2,8% bzw. 3,3% liegt Großbritannien 1994 und 1995 deutlich über dem Durchschnitt der europäischen OECD-Länder. Irland ist in den neunziger Jahren eine wenig beachtete Wachstumsinsel und kann diese Position auch weiter halten. In beiden Ländern bleibt die Arbeitslosigkeit allerdings das zentrale Problem der Wirtschaftspolitik. In Großbritannien kann die Arbeitslosenquote dank dem kräftigen Wachstum leicht zurückgeführt werden. Trotz des weit überdurchschnittlichen Wachstums bleibt sie aber in Irland bei etwa 16% konstant.

Die vier skandinavischen Länder erreichen 1994 und 1995 ein durchschnittliches Wachstum von 2,9% bzw. 3,6%. Das Ausgangsniveau ist dabei für Schweden und Finnland nach der schweren Wirtschaftskrise der Vorjahre ausgesprochen niedrig, die Arbeitsmarktprobleme bleiben in beiden Ländern trotz des exportinduzierten Aufschwungs groß. In keinem der Abwertungsländer macht sich besorgniserregender Preisdruck bemerkbar: Die nach wie vor niedrige Kapazitätsauslastung und das erhebliche Ausmaß der Unterbeschäftigung lassen auf absehbare Zeit die Preiseffekte der Devaluierung nicht bis auf Konsumentenebene vordringen.

Wenn die Entspannung in der Wechselkurs- und Zinspolitik in den genannten Ländern zur Erholung der Konjunktur beitragen konnte, so zeichnet sich eine ähnliche Entwicklung für die südeuropäischen Länder, deren Währungen ebenfalls deutlich abwerteten, noch nicht ab. Das Wachstum ist zumindest 1994 unterdurchschnittlich. Auch in Frankreich und den Benelux-Ländern ist das laufende Jahr zwar vom Ende der Rezession geprägt, ein Aufschwung wird allerdings erst 1995 an Breite und Tiefe gewinnen.

**Der prognostizierte Aufschwung in Europa wird stark vom Export getragen. Ob er ohne die Unterstützung durch die Binnennachfrage Bestand haben kann, bleibt zweifelhaft.**

Insgesamt hat sich das Konjunkturklima in Europa fraglos verbessert. Die steigende Nachfrage aus Übersee, das sinkende Zinsniveau und endogene zyklische Effekte liefern hier wichtige Impulse. Der Aufschwung, der 1994 in Europa einsetzen soll, ist allerdings stark von den Expor-

**Die Wirtschaftslage ist in Deutschland labil. Die Prognoseinstitute schätzen vor allem die Entwicklung des privaten Verbrauchs und der Investitionen unterschiedlich ein. Die Tendenzen des I. Quartals 1994 geben allerdings Anlaß zu vorsichtigem Optimismus.**

expandieren dabei vor allem die Nachfrage der privaten Haushalte (+1,7%) und die Bauinvestitionen (+4,7%). In Ostdeutschland überschritt das BIP den Wert des I. Quartals 1993 real um 10,5%.

Der Gestaltung der Wirtschaftspolitik kommt in dieser labilen Konjunktursituation erhebliche Bedeutung zu. Weitere geldpolitische Signale können zusätzliche Voraussetzungen für ein Anspringen einer Investitionskonjunktur schaffen. Die Fiskalpolitik hat erheblichen Einfluß auf die Entwicklung der verfügbaren Einkommen und der inländischen Nachfrage.

## Verbesserung des Konjunkturklimas in Westeuropa

Die erheblichen Unterschiede im Konjunkturverlauf der OECD-Länder ergeben sich nicht nur zwischen dem Wachstumspol Nordamerika und den am Beginn einer Belebung stehenden OECD-Ländern in Europa, sondern auch innerhalb Europas. Mit Großbritannien, Irland und Skandinavien haben vor allem jene Länder die besten Wachstumsaussichten für 1994 und 1995, die im Zuge der Spekulationskrisen im EWS 1992/93 einen festen Wechselkurs gegenüber der DM nicht aufrechterhalten konnten und für die die Entwicklung in den USA über engere Handelsverflechtungen von unmittelbarer Bedeutung ist.

Großbritannien mußte schon im September 1992 die hohe Überbewertung des Pfund Sterling aufgeben. Der Übergang zu flexiblen Wechselkursen wurde zu markanten Zinssenkungen genutzt, die nach der Rezession der drei

ten getragen, die inländische Nachfrage bleibt in vielen Ländern sehr zurückhaltend. Eine wichtige Ursache hierfür ist die weiterhin restriktive Orientierung der Fiskalpolitik. Die Situation der öffentlichen Haushalte hat sich in der Krise verschlechtert, obwohl sie die automatischen Stabilisatoren nur zum Teil wirken ließen. Die Fiskalpolitik steht unter erheblichem Druck, weil die einzelnen Länder versuchen, die restriktiven Kriterien, die für die Verwirklichung der Währungsunion festgesetzt wurden, zu erreichen. Die hohe Arbeitslosigkeit und eine schwache Einkommensentwicklung dämpfen in fast allen europäischen Ländern die heimische Nachfrage weiter. Es bleibt zweifelhaft, ob ein Aufschwung ohne Unterstützung der Binnennachfrage („consumption-less recovery“) Bestand haben kann. Aus diesem Grund dürfte die Konjunkturerholung der Jahre 1994/95 merklich schwächer sein als in vergangenen Zyklen.

Die Risiken für den europäischen Konjunkturaufschwung liegen zunächst in der Entwicklung in Deutschland. Ein weitgehendes Abkoppeln vom deutschen Trend scheint im europäischen Konjunkturverbund nicht möglich. Sollte das langfristige Zinsniveau in Europa nachhaltig anziehen, so könnten auch aus diesem Bereich Gefahren für den Aufschwung erwachsen.

### Divergierende Entwicklung in Osteuropa

Die Wirtschaft entwickelt sich in Ost-Mitteleuropa sehr unterschiedlich<sup>1)</sup>. Ein Wachstum wird für Tschechien, Polen und Slowenien prognostiziert. Das Ausgangsniveau ist allerdings in allen Ländern sehr tief. Der durchschnittliche Lebensstandard ist niedrig, in Polen und Slowenien ist die Arbeitslosenquote hoch und dürfte erst allmählich ihren

### Wirtschaftswachstum in Osteuropa und der GUS

Übersicht 8

#### Brutto-Inlandsprodukt

	1993	1994
	Veränderung gegen das Vorjahr in %, real	
Bulgarien	- 5	- 2
Slowakei	- 6	- 2
Tschechien	- 1	+ 2
Ungarn	- 2	+ 1
Polen	+ 4	+ 4
Rumänien	0	- 2
Slowenien	- 1	+ 1
Rußland	-15	- 7
Ukraine	-15	-12

Q: Nationale Veröffentlichungen. WIW AG deutscher Forschungsinstitute

Höhepunkt erreichen. In Ungarn stagniert die Produktion. Für die Slowakei, Rumänien und Bulgarien ist möglicherweise im laufenden Jahr ein Ende des Schrumpfungsprozesses in Sicht. In den Nachfolgestaaten der UdSSR setzt sich der Rückgang des BIP weitgehend ungebrochen fort. Die katastrophale Wirtschaftslage macht auch die soziale Lage instabil, was den Reformprozeß weiter behindert.

Die Voraussetzungen für eine nachhaltige Erholung der Wirtschaft sind in keinem der Oststaaten gefestigt. Dies äußert sich etwa in der nach wie vor sehr schwachen Investitionstätigkeit. Die Nachfrage aus dem westlichen Ausland nach osteuropäischen Produkten ist weiterhin gering, viele Länder weisen ein Leistungsbilanzdefizit gegenüber den westlichen Industriestaaten auf. Zwar wurde mit den „Europaverträgen“ zwischen der EU und den Visegrad-Staaten ein handelspolitischer Ersatz für den weitgehenden Ausfall des RGW-Handels geschaffen, die schwache Wirtschaftsentwicklung in den OECD-Ländern und protektionistische Maßnahmen verringern dennoch die Absatzchancen für Osteuropa.

<sup>1)</sup> Ausführlich analysieren die aktuelle Wirtschaftsentwicklung in Osteuropa Hunya, F. Vidovic H. et al. (WIW). „Leichte Erholung folgt einer schweren Rezession. Die Wirtschaft in den Oststaaten 1993/94.“ WIFO-Monatsberichte 1994, 67(5) S. 288