

Döpke, Jörg; Gern, Klaus-Jürgen; Schatz, Klaus-Werner; Scheide, Joachim; Solveen, Ralph

**Article — Digitized Version**

## Geldpolitik in den Industrieländern auf Anregung der Konjunktur bedacht

Die Weltwirtschaft

**Provided in Cooperation with:**

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

*Suggested Citation:* Döpke, Jörg; Gern, Klaus-Jürgen; Schatz, Klaus-Werner; Scheide, Joachim; Solveen, Ralph (1993) : Geldpolitik in den Industrieländern auf Anregung der Konjunktur bedacht, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 3, pp. 256-281

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/1573>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# Geldpolitik in den Industrieländern auf Anregung der Konjunktur bedacht

Von Jörg Döpke, Klaus-Jürgen Gern, Klaus-Werner Schatz,  
Joachim Scheide und Ralph Solveen

In den Industrieländern hielt die Konjunkturschwäche im bisherigen Verlauf des Jahres 1993 an. Das Bruttoinlandsprodukt hat insgesamt etwa stagniert. Dabei blieben die Divergenzen in der konjunkturellen Entwicklung beträchtlich. Während die Produktion in den Vereinigten Staaten verhalten expandierte, sank sie in den meisten westeuropäischen Ländern im ersten Halbjahr deutlich. Auch in Japan setzte sich die Rezession fort; das Bruttosozialprodukt stagnierte und war nicht höher als vor einem Jahr (Schaubild 1). Die Zahl der Arbeitslosen ist in den Vereinigten Staaten leicht zurückgegangen. In Japan und vor allem in Westeuropa stieg sie dagegen deutlich. Der Preisauftrieb hat sich in den meisten Ländern weiter leicht beruhigt; im Vorjahresvergleich betrug die Inflationsrate im Durchschnitt der Industrieländer rund 3 vH.

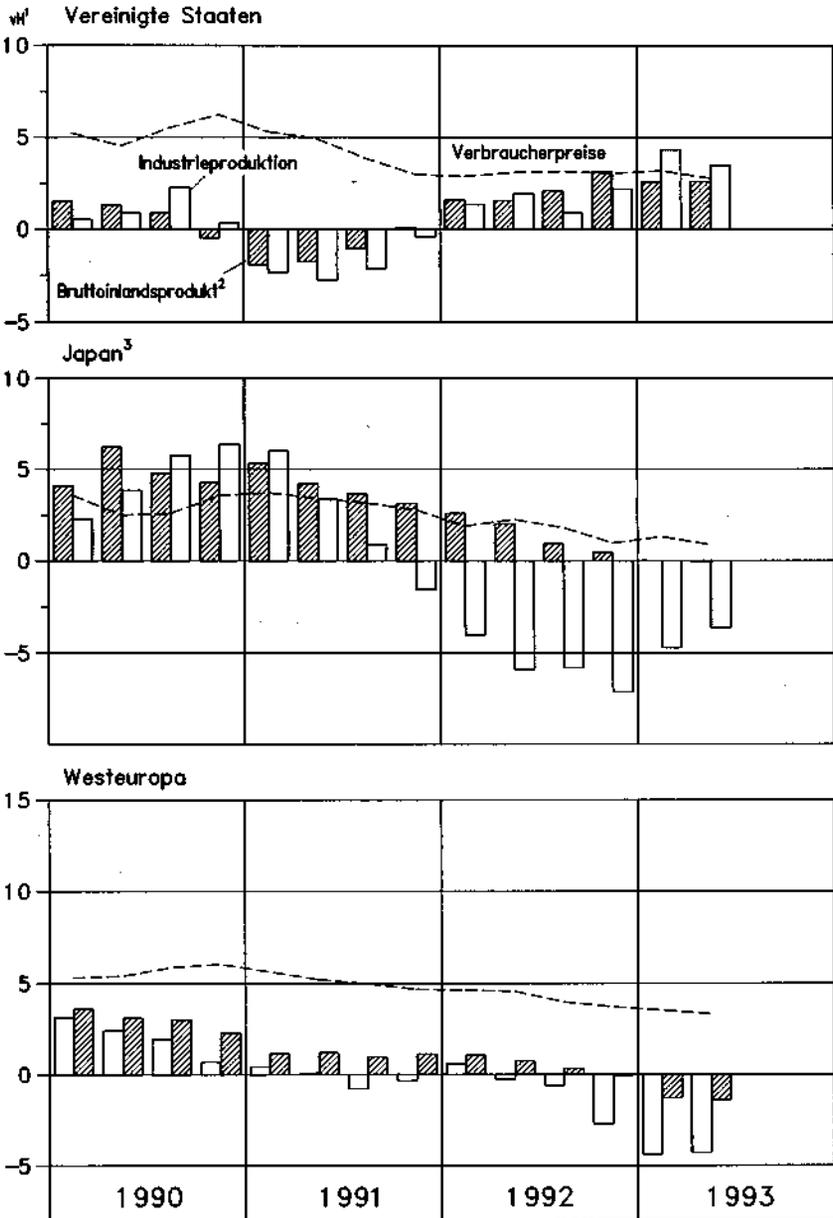
## Moderater Aufschwung in den Vereinigten Staaten

In den Vereinigten Staaten ist die Aufwärtsentwicklung, die im Frühjahr 1991 eingesetzt hatte, bisher recht un stetig verlaufen. So ist das reale Bruttoinlandsprodukt im ersten Halbjahr 1993 mit einer laufenden Jahresrate von weniger als 2 vH gestiegen, nachdem im zweiten Halbjahr 1992 noch eine Rate von reichlich 4 vH verzeichnet worden war. Insgesamt blieb das Tempo der Produktionsausweitung mäßig. Entsprechend verhalten expandierte die Beschäftigung, und die Arbeitslosenquote bildete sich nur geringfügig zurück; sie lag zuletzt bei knapp 7 vH und war damit immer noch um rund einen Prozentpunkt höher als in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre. Die Preise sind – nach einer vorübergehenden Beschleunigung zu Beginn des Jahres – in den Sommermonaten nur noch wenig erhöht worden. Im Vorjahresvergleich beträgt der Verbraucherpreisanstieg rund 3 vH; etwas niedriger ist der Zuwachs der Produzentenpreise.

Getragen wird der Aufschwung von einer kräftigen Expansion der Ausstattungsinvestitionen der Unternehmen; im ersten Halbjahr 1993 wurden sie nochmals beschleunigt – mit einer Jahresrate von 15 vH – ausgeweitet. Die fortgesetzten Rationalisierungsbemühungen der Unternehmen, der anhaltende Rückgang der Zinsen und die nach wie vor moderate Lohnentwicklung haben dazu beigetragen, daß die Gewinne kräftig zunahmen. Die Bauinvestitionen der Unternehmen haben sich nach mehrjähriger Verringerung inzwischen stabilisiert. Der private Verbrauch expandierte in mäßigem Tempo. Nach wie vor ist bei nur wenig steigenden Einkommen die Konsumbereitschaft verhalten, was wohl auch auf die Erwartung zusätzlicher Steuern und Sozialabgaben zurückzuführen ist. In letzter Zeit ist allerdings infolge der niedrigen Zinsen der Absatz von dauerhaften Gütern deutlich ausgeweitet worden. Dämpfende Einflüsse

Schaubild 1

## Bruttoinlandsprodukt, Industrieproduktion und Preisanstieg in ausgewählten Industrieländern



<sup>1</sup> Veränderungen gegenüber dem Vorjahr. <sup>-2</sup> in konstanten Preisen. -

<sup>3</sup> Bruttonationalprodukt.

kamen vom Staatsverbrauch, der weiter abnahm. Der Anstieg der Exporte hat sich spürbar verlangsamt; hier macht sich die konjunkturelle Schwäche in den meisten Industrieländern verstärkt bemerkbar. Kräftiger wurden die Importe erhöht. In der Folge weitete sich das Defizit in der Handelsbilanz beträchtlich aus.

Die amerikanische Notenbank hatte im vergangenen Zyklus relativ frühzeitig – bereits im Verlauf des Jahres 1988 – die geldpolitischen Zügel angezogen, als die konjunkturellen Verspannungen noch nicht so groß waren wie am Ende früherer Aufschwungphasen. Die monetäre Restriktion war deshalb weniger abrupt und dauerte nicht so lange wie früher. In der Folge fiel auch die Rezession 1990/91 verhältnismäßig mild aus; die Auslastung der Kapazitäten ging nicht so stark zurück wie z. B. Anfang der achtziger Jahre, und die Zahl der Arbeitslosen stieg nur mäßig. Dieses spiegelt sich nun in einem recht verhaltenen Aufschwungtempo; seit dem Tiefpunkt der Rezession im ersten Quartal 1991 stieg das reale Bruttoinlandsprodukt nur mit einer durchschnittlichen laufenden Jahresrate von etwas mehr als 2 vH und damit sehr viel langsamer als in früheren Aufschwungphasen. Eine weitere Ursache hierfür ist, daß nennenswerte Anregungen von der Finanzpolitik ausblieben; zu Beginn der achtziger Jahre beispielsweise hatte es Steuersenkungen in erheblichem Umfang gegeben. Zugleich wurden die Staatsausgaben kräftig ausgeweitet. Nunmehr sollen das Defizit im Bundeshaushalt spürbar verringert und die Steuern erheblich angehoben werden. Die Erwartung höherer Steuern scheint nicht nur die Konjunktur gedämpft zu haben, sondern auch das Wachstum auf mittlere Sicht. Dahinter könnte die Vorstellung stehen, daß der vor allem in der ersten, aber auch noch zu Beginn der zweiten Hälfte der achtziger Jahre auf die Anregung der Expansion der Wirtschaft bedachten Politik nun eine Strategie gefolgt ist, die eher auf die Umverteilung von Einkommen zwischen den Privaten und von ihnen zum Staat setzt. Ein Indiz dafür, daß die Wachstumsaussichten für die amerikanische Wirtschaft nunmehr ungünstiger eingeschätzt werden, könnte die ungewöhnliche Zurückhaltung der Konsumenten zu Beginn der neunziger Jahre sein. Die Verbraucher waren mehr als in früheren Rezessions- und beginnenden Aufschwungphasen vordringlich um eine Rückführung der Verschuldung bemüht. Dies signalisiert, daß die Einkommenserwartungen nicht mehr so stark aufwärtsgesetzt sind.<sup>1</sup> Die Bestrebungen um eine Verringerung der Verschuldung haben wohl auch dazu beigetragen, daß die Geldpolitik im bisherigen Aufschwung nicht so expansiv gewirkt hat wie früher, obwohl die kurzfristigen Zinsen rasch gesenkt worden sind.

---

<sup>1</sup> Vgl. die Analyse bei Runkle [1991]. Der private Verbrauch ist in der Rezession 1990/91 relativ stärker zurückgegangen als im Durchschnitt aller vorangegangenen Abschwungphasen. Wenn Einkommenserwartungen eine wichtige Rolle bei dem Ausgabeverhalten spielen – wie es die Hypothese des permanenten Einkommens nahelegt –, ist der nur langsame Anstieg des Konsums ein Indiz dafür, daß sich die Wachstumsperspektiven verschlechtert haben.

## Anhaltende Konjunkturschwäche in Japan

Die ausgeprägte konjunkturelle Schwäche in Japan, die Mitte 1991 begonnen hatte, hat sich bis zuletzt fortgesetzt. Das Bruttosozialprodukt war im ersten Halbjahr 1993 nur wenig höher als in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres. Dabei haben Produktion und Nachfrage nach einer kurzzeitigen Belebung zu Jahresbeginn seit dem Frühjahr wieder abgenommen. Die umfangreichen Konjunkturprogramme und die wiederholten Zinssenkungen der Notenbank haben bisher die retardierenden Einflüsse nicht ausgleichen können. Sie ergeben sich maßgeblich aus den Konsolidierungsbemühungen, zu denen sich Unternehmen und Haushalte gezwungen sehen, nachdem Aktienurse und Immobilienpreise Anfang der neunziger Jahre kräftig gefallen waren. Hinzu kommt die fortgesetzte kräftige Aufwertung des Yen – seit Jahresbeginn um fast 20 vH gegenüber dem US-Dollar –, die insbesondere in der Industrie die Absatz- und Ertragsersparungen zusätzlich beeinträchtigt.

Nachdem bislang vor allem drastische Einschränkungen bei den Überstunden vorgenommen worden waren, haben die Unternehmen nunmehr vermehrt begonnen, die Zahl der Beschäftigten zu reduzieren. In der Folge stieg die Arbeitslosenquote auf zuletzt 2,5 vH; bis zum Herbst 1992 hatte sie drei Jahre lang etwa 2 vH betragen. Um die Lohnkosten zu senken, haben die Unternehmer darüber hinaus im Sommer erstmals seit 1975 die Bonuszahlungen verringert.<sup>2</sup>

Impulse für die Konjunktur kamen im ersten Halbjahr lediglich von der Nachfrage des Staates. Insbesondere die öffentlichen Investitionen wurden im Zuge der Maßnahmen zum Zwecke der Konjunkturstimulierung kräftig erhöht. Hingegen sind die Investitionen in der privaten Wirtschaft weiter deutlich eingeschränkt worden. Die anhaltend ungünstige Ertragssituation – die Unternehmensgewinne sind nunmehr im dritten Jahr in Folge rückläufig – und getrübe Absatzerwartungen haben die Investitionsneigung spürbar gemindert. Der private Verbrauch lag nur geringfügig über dem Niveau im Halbjahr zuvor; hier wirkte dämpfend, daß sich die Beschäftigungsaussichten deutlich verschlechtert haben und daß die Einkommen nur wenig gestiegen sind.

Die Ausfuhr hat im Verlauf des ersten Halbjahres schwächer expandiert als noch im vergangenen Jahr, zuletzt nahm sie sogar ab. Die japanischen Exporteure haben die Ausfuhrpreise auf Yen-Basis erheblich gesenkt, um der Aufwertung des Yen entgegenzuwirken und den Verlust an Marktanteilen in Grenzen zu halten. In Dollar gerechnet haben sich die Ausfuhrpreise gleichwohl beträchtlich erhöht; auf Dollar-Basis sind die Exporte stärker gestiegen als die Importe, deren Ausweitung durch die flauere Inlandsnachfrage gebremst wurde. Der Leistungsbilanzüberschuß ist bis zuletzt weiter gestiegen. Er war im ersten Halbjahr 1993 mit saisonbereinigt 68 Mrd. US-\$ um rund 15 vH höher als im zweiten Halbjahr 1992.

---

<sup>2</sup> Bonuszahlungen sind Sonderzahlungen, die von den Unternehmen zweimal jährlich – im Juni und im Dezember – geleistet werden. Sie machen etwa ein Viertel des Einkommens der Arbeitnehmer aus und sind – zumindest teilweise – von der Ertragssituation des Unternehmens abhängig.

## Westeuropa auf der Talsohle

In Westeuropa hat die gesamtwirtschaftliche Produktion im bisherigen Verlauf dieses Jahres weiter abgenommen. Eine wichtige Ausnahme ist das Vereinigte Königreich, dessen Wirtschaft seit einem Jahr expandiert. Fast überall stagniert der private Verbrauch, und der Rückgang der Investitionen hat sich allgemein fortgesetzt. Die Absatz- und Ertragserwartungen, die sich im vergangenen Jahr drastisch verschlechtert hatten, haben sich noch nicht durchgreifend aufgehellt. Auch setzen die Unternehmen ihre Bemühungen um Kosteneinsparungen fort. In diesem Zusammenhang werden vielfach Investitionsvorhaben gekürzt oder zeitlich gestreckt. Die Exporte wie die Importe der westeuropäischen Länder zusammengenommen sind nach der Jahreswende kräftig zurückgegangen. Die Abnahme war zum großen Teil durch die schwache Konjunktur in den Industrieländern – und insbesondere in Westeuropa selbst – bedingt. Allerdings ist die Interpretation erschwert, weil die statistische Erfassung des Außenhandels innerhalb der Europäischen Gemeinschaft zu Beginn des Jahres 1993 umgestellt worden ist; es ist zu vermuten, daß das Volumen des Handels zu niedrig ausgewiesen wird. Auffällig ist, daß sich die Exporte der einzelnen Länder seit den Währungsturbulenzen im Herbst letzten Jahres sehr unterschiedlich entwickelt haben: In Ländern, die ihre Währung abgewertet haben, wird die wirtschaftliche Aktivität durch eine Zunahme der Ausfuhr gestützt, während die Exporte der meisten anderen Länder abnahmen. Hierin spiegelt sich die Veränderung der preislichen Wettbewerbssituation innerhalb Europas wider. Die Arbeitslosigkeit ist überall – außer im Vereinigten Königreich – weiter gestiegen. Sie lag im Sommer bei rund 10,5 vH, was einen Anstieg um reichlich einen Prozentpunkt gegenüber dem Vorjahr bedeutet. Die Inflationsraten haben sich weiter zurückgebildet; im Durchschnitt der westeuropäischen Länder sind die Verbraucherpreise um etwa 3,5 vH höher als ein Jahr zuvor.

Im Vereinigten Königreich hat sich die Konjunktur seit Mitte letzten Jahres zunehmend belebt. Das Bruttoinlandsprodukt expandierte im ersten Halbjahr 1993 mit einer laufenden Rate von rund 2 vH. Gestützt wird dieser Aufschwung zu einem großen Teil durch den Export, der trotz der Konjunkturschwäche im übrigen Europa deutlich zunimmt. Die Wettbewerbsfähigkeit der Exporteure hat sich nach der kräftigen Abwertung des Pfund Sterling im Herbst letzten Jahres – um nahezu 15 vH gegenüber dem gewichteten Durchschnitt wichtiger anderer Währungen – erheblich verbessert. Hinzu kommt, daß die Lohnstückkosten abnahmen; sie lagen in der Industrie zur Jahresmitte um rund 2 vH unter dem Niveau im Vorjahr. Die Inlandsnachfrage entwickelt sich dagegen weiterhin unstetig; sie neigte zuletzt – nachdem die Investitionen und der private Konsum sich im ersten Quartal ungefähr mit der gleichen Rate wie das Bruttoinlandsprodukt erhöht hatten – zur Schwäche. Ein Grund dürfte sein, daß der private Sektor weiterhin bemüht ist, die hohe Verschuldung zu verringern. Die Inflationsrate verringerte sich trotz der Abwertung des Pfund Sterling und des darauf folgenden Anstiegs der Importpreise im Verlauf des ersten Halbjahres; der Index der Einzelhandelspreise war zuletzt knapp 1,5 vH höher als ein Jahr zuvor. Freilich gehen in die Berechnung der Einzelhandelspreise auch die Hy-

pothekenzinsen ein, die infolge des kräftigen Rückgangs der Notenbankzinsen deutlich niedriger sind als vor einem Jahr. Unter Ausschluß der Hypothekenzinsen betrug der Verbraucherpreisanstieg rund 3 vH. Die Arbeitslosigkeit ist seit Jahresbeginn leicht gesunken; im Sommer lag die Arbeitslosenquote bei rund 10,5 vH.

In Italien hielt die Konjunkturschwäche während des ersten Halbjahres 1993 an; das Bruttoinlandsprodukt sank nochmals, wenn auch nur leicht. Zwar haben die Unternehmen im Gefolge der Lira-Abwertung seit Ende 1992 ihre Exporte kräftig ausdehnen können; die Abnahme der Inlandsnachfrage – insbesondere verursacht durch deutlich niedrigere Investitionen – konnte damit aber nicht kompensiert werden. Der private Konsum ging in der Tendenz zurück. Hier wirkte dämpfend, daß die Zahl der Beschäftigten verringert wurde und die Löhne nur wenig stiegen. Hinzu kommt eine restriktive Finanzpolitik; Steuern und Abgaben werden erhöht und Sozialleistungen gekürzt, um den Anstieg des staatlichen Budgetdefizits zu begrenzen. Die Arbeitslosigkeit ist im Verlauf des ersten Halbjahres weiter gestiegen.<sup>3</sup>

Sehr gedämpft verläuft die wirtschaftliche Aktivität in Frankreich; das Bruttoinlandsprodukt fiel im ersten Halbjahr dieses Jahres mit einer laufenden Jahresrate von rund 1,5 vH. Besonders die Investitionstätigkeit ließ – auch als Folge der sehr restriktiven Geldpolitik – deutlich nach. Das Konsumklima hat sich vor allem aufgrund der schlechten Beschäftigungssituation weiter eingetrübt. Die Arbeitslosenquote stieg nochmals und war im Sommer mit rund 11,5 vH um mehr als einen Prozentpunkt höher als ein Jahr zuvor. Die Exporte gingen spürbar zurück. Aufgrund der schwachen Inlandsnachfrage sanken die Importe freilich noch stärker. Damit hat sich die Handelsbilanz zuletzt deutlich aktiviert. Bei der schwachen Konjunktur blieb der Preisauftrieb mäßig; im Sommer belief sich die Inflationsrate auf rund 2 vH.

### **Unterschiedliche Erfolge der Reformbemühungen in Mittel- und Osteuropa**

In den meisten Ländern Mittel- und Osteuropas hat sich im ersten Halbjahr 1993 die wirtschaftliche Talfahrt fortgesetzt. Besonders schlecht ist die Lage in den Nachfolgestaaten der Sowjetunion, in denen der Reformprozeß zumeist weitgehend zum Stillstand gekommen ist [DIW et al., 1993]. Aufgrund der politischen Unsicherheit und einer konzeptlosen Wirtschaftspolitik – die Reformen sind häufig auf Einzelmaßnahmen beschränkt, zuweilen sind sogar Schritte zurück zum alten System zu verzeichnen – hat sich der Niedergang der wirtschaftlichen Aktivität teils sogar verschärft. In Bulgarien, in Rumänien und in der Slowakischen Republik hat sich das Tempo des Produktionsrückgangs zwar verlangsamt (Tabelle 1). Eine durchgreifende Erholung ist hier jedoch vorerst

---

<sup>3</sup> Die Arbeitslosenquote betrug im Frühsommer 10,5 vH, nach 9,4 vH zu Jahresbeginn. Ein Vergleich mit den Vorjahreswerten fällt schwer, da zu Beginn des Jahres die Berechnungsweise der Arbeitslosenquote geändert worden ist und die Angaben für die letzten Jahre nicht angepaßt wurden.

Tabelle 1 – Reales Bruttoinlandsprodukt, Verbraucherpreise und Arbeitslosenquote in mitteleuropäischen Reformländern 1991–1993 (Vorjahresvergleich in vH)

|                                | Bruttoinlandsprodukt |                   |                   | Verbraucherpreise |      |                   | Arbeitslosenquote <sup>1</sup> |      |                   |
|--------------------------------|----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|------|-------------------|--------------------------------|------|-------------------|
|                                | 1991                 | 1992 <sup>2</sup> | 1993 <sup>3</sup> | 1991              | 1992 | 1993 <sup>3</sup> | 1991                           | 1992 | 1993 <sup>3</sup> |
| Bulgarien .....                | -12                  | -8                | -5                | 334               | 90   | 80                | 10,7                           | 14,8 | 20                |
| Polen .....                    | -9                   | 1                 | 4                 | 70                | 43   | 40                | 11,8                           | 13,6 | 15                |
| Rumänien .....                 | -15                  | -15               | -10               | 165               | 210  | 150               | 3,0                            | 9,1  | 12                |
| Slowakische<br>Republik .....  | .                    | -6                | -4                | .                 | 10   | 20                | 11,8                           | 10,4 | 16                |
| Tschechische<br>Republik ..... | .                    | -7                | 2                 | .                 | 11   | 15                | 4,1                            | 2,6  | 3,5               |
| Nachrichtlich: ČSFR            | -16                  | -7                | .                 | 58                | 11   | .                 | 6,6                            | 5,3  | .                 |
| Ungarn .....                   | -10                  | -5                | 2                 | 35                | 23   | 20                | 7,5                            | 12,3 | 15                |

<sup>1</sup> In vH jeweils Jahresende. – <sup>2</sup> Vorläufige Angaben oder Schätzung. – <sup>3</sup> Prognose.

Quelle: OECD [a]; PlanEcon; eigene Schätzungen.

nicht in Sicht; dazu sind die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen weiterhin zu ungünstig. Zum Teil fehlen wichtige Voraussetzungen, die für unternehmerische Initiative und insbesondere das Engagement ausländischer Investoren unverzichtbar sind, auch sind die Finanz- und die Geldpolitik nach wie vor nicht stabilitätsorientiert und wenig verlässlich.

In Polen, in Ungarn und in der Tschechischen Republik dagegen sind die Reformen früh, zügig und konsequent durchgeführt worden. Dort haben sich im ersten Halbjahr 1993 die Anzeichen dafür gemehrt, daß die Talsohle verlassen worden ist und eine sich verbreiternde, nachhaltige Aufwärtsentwicklung eingesetzt hat. In Polen hatte sich die Wirtschaft bereits im vergangenen Jahr spürbar belebt, nunmehr ist auch in der Tschechischen Republik und in Ungarn die Produktion aufwärtsgerichtet. Waren die Impulse im vergangenen Jahr noch primär von den Exporten ausgegangen, so kommen sie im laufenden Jahr von der Inlandsnachfrage. Dagegen dürften die Exporte wohl stagnieren. Hier machte sich die flauere Konjunktur in den Industrieländern bemerkbar, insbesondere die Rezession in der Bundesrepublik Deutschland.<sup>4</sup> Hinzu kommt, daß die Einfuhrpolitik vieler Industrieländer restriktiv wirkt. Die Exporte von Agrarprodukten sind darüber hinaus wegen der im Vorjahr dürrebedingt schlechten Ernte zurückgegangen. Da die Importe bei der zügigen Expansion der Inlandsnachfrage kräftig zunahm, ist das Defizit in der Leistungsbilanz der drei Länder zusammengenommen merklich gestiegen. Für die Fortsetzung der wirtschaftlichen Expansion ist es entscheidend, daß die Exporte wieder ausgeweitet werden können.

<sup>4</sup> Die mitteleuropäischen Reformländer liefern rund ein Viertel der Exporte nach Deutschland.

Die Arbeitslosigkeit ist allgemein nochmals gestiegen.<sup>5</sup> Die Arbeitslosenquote dürfte bis in das kommende Jahr hinein auch in den Ländern zunehmen, deren Wirtschaft insgesamt expandiert. Dort wird zunächst vor allem die Produktivität gesteigert werden. Dies bedeutet häufig, daß in den vorhandenen Betrieben die Belegschaften weiter verringert werden. Außerdem ist zu erwarten, daß es mit der fortschreitenden Anwendung der Konkursgesetze zu Entlassungen in größerem Ausmaß kommt. Zwar entstehen schon viele Arbeitsplätze in neuen Unternehmen, doch reicht dies im allgemeinen nicht aus, um den Beschäftigungsrückgang in anderen Bereichen auszugleichen.

### **Finanzpolitik: Verringerung der Defizite angestrebt**

In Westeuropa sind die meisten Regierungen bemüht, die Zunahme des Defizits in den öffentlichen Haushalten zu begrenzen. Der Fehlbetrag ist im Verlauf des Abschwungs in vielen Ländern drastisch gestiegen. So entspricht er im Vereinigten Königreich 8 vH, in Finnland und in Schweden sogar deutlich mehr als 10 vH des Bruttoinlandsprodukts; am Ende der achtziger Jahre waren in diesen Ländern noch Überschüsse im Staatshaushalt verzeichnet worden. Vor diesem Hintergrund sind in fast allen Ländern Abgabenerhöhungen vorgesehen, aber es wird auch angestrebt, den Anstieg der Ausgaben zu verringern. Ferner wird in vielen Ländern versucht, in Absprache mit Gewerkschaften und Arbeitgeberverbänden den Lohnanstieg zu dämpfen; auch wird vielfach diskutiert, Regulierungen auf dem Arbeitsmarkt zu lockern. Ziel ist es, die Arbeitslosigkeit und in der Folge die Belastung der öffentlichen Haushalte zu vermindern. Allerdings nimmt in einigen Ländern die Bereitschaft ab, gerade in der Rezession Ausgaben zu kürzen und Abgaben zu erhöhen. So werden in Frankreich Beschäftigungsprogramme und Maßnahmen zur Fortbildung erwogen – diese sollen aus den unerwartet hohen Erlösen der Anleihe vom Juni dieses Jahres<sup>6</sup> finanziert werden –, und auch in Italien werden vermehrt Stimulierungsmaßnahmen diskutiert. Insgesamt dürfte die Finanzpolitik die Konjunktur in Westeuropa in diesem und im nächsten Jahr dennoch spürbar dämpfen.

Anders als in Westeuropa ist die Finanzpolitik in Japan bemüht, der lahmen Konjunktur Impulse zu geben. Freilich sind die Steuereinnahmen aufgrund der Rezession stark rückläufig, und es soll nur eine begrenzte Erhöhung des Defizits im Zentralhaushalt zugelassen werden. Deshalb dürfte die zusätzliche Staatsnachfrage deutlich geringer ausfallen als es im Volumen des im April beschlossenen Konjunkturprogramms (13 200 Mrd. Yen, entsprechend 2,8 vH

<sup>5</sup> Eine Ausnahme ist hier die Tschechische Republik, wo die Entlassungen in den großen Staatsbetrieben begrenzt blieben und die Beschäftigung im privaten Sektor zügig expandierte. Hierzu haben vor allem die niedrigen Reallöhne, die entschlossen durchgeführte „kleine“ Privatisierung und eine vergleichsweise günstige Industriestruktur beigetragen.

<sup>6</sup> Die Erlöse der von der neu gewählten französischen Regierung unter Premierminister Balladur aufgelegten Anleihe wurden anfangs auf rund 40 Mrd. Franc geschätzt; sie sollte mit den aus dem gleichzeitig beschlossenen Privatisierungsprogramm erwarteten Einnahmen getilgt werden. Tatsächlich wurden 110 Mrd. Franc aufgenommen.

des Bruttosozialprodukts) zum Ausdruck kommt. Ein Indiz hierfür ist, daß der zur Finanzierung des Stimulierungspakets verabschiedete Nachtragshaushalt lediglich 2200 Mrd. Yen umfaßt.

Der Kurs der Finanzpolitik hat sich mit dem Regierungswechsel Anfang August nicht wesentlich gewandelt. So wurde der erste Entwurf für den Haushalt 1994 nur wenige Tage nach Amtsantritt der neuen Regierung und fast ohne Änderungen gegenüber den Vorstellungen der vorherigen Regierung vorgelegt. Er sieht, bezogen auf den ursprünglichen, vor dem Konjunkturprogramm vom April verabschiedeten Haushalt 1993, eine nur geringe Steigerung der Staatsausgaben um 3,8 vH vor. Bei der fortdauernden konjunkturellen Flaute wird die Administration aber wohl dem Druck der Öffentlichkeit nachgeben und ein weiteres Konjunkturprogramm formulieren, eine Maßnahme, die auch von der alten Regierung zu erwarten gewesen wäre. Dabei dürfte die Politik fortgesetzt werden, primär die Investitionsausgaben zu erhöhen. Auch werden wohl zusätzliche Steuererleichterungen für Unternehmen beschlossen. Eine spürbare Senkung der Einkommensteuer zur Anregung des privaten Verbrauchs, wie sie zunehmend gefordert wird, haben wir nicht unterstellt; ihre Durchsetzung erscheint in Anbetracht der schwierigen Finanzlage und der heterogenen Zusammensetzung der die Regierung tragenden Koalition unwahrscheinlich.

In den Vereinigten Staaten ist nunmehr verbindlich beschlossen worden, das Haushaltsdefizit in den nächsten fünf Jahren zu verringern; die Verschuldung des Bundes soll danach insgesamt um rund 500 Mrd. US-\$ weniger steigen als ohne den Kompromiß. Dabei nimmt die Defizitverringerung im Zeitablauf zu. Sie soll zu etwa gleichen Teilen durch Ausgabenkürzungen und durch Steuererhöhungen erreicht werden; jedoch werden zunächst vorwiegend Steuern erhöht, während die Ausgabenkürzungen überwiegend für spätere Jahre ins Auge gefaßt werden. Dahinter steht wohl die Vorstellung, die staatlichen Ausgaben sollten erst dann gekürzt werden, wenn sich die konjunkturelle Aufwärtsentwicklung gefestigt hat. Ob die Ausgaben tatsächlich wie geplant eingeschränkt werden, kann nach den bisherigen Erfahrungen bezweifelt werden. Um so mehr fällt ins Gewicht, daß die Steuererhöhungen das Wachstumstempo der Wirtschaft dämpfen. Im Jahr 1998 soll – laut Projektion der Administration – das Defizit auf rund 200 Mrd. US-\$ reduziert sein; dieser Betrag entspricht dann etwa 2,5 vH des Bruttoinlandsprodukts (verglichen mit rund 300 Mrd. US-\$ bzw. knapp 5 vH in diesem Jahr).

Beschlossen wurden unter anderem deutliche Anhebungen der marginalen Steuersätze für Unternehmen und Bezieher hoher Einkommen; diese Maßnahme tritt rückwirkend zum 1. Januar 1993 in Kraft. Für untere Einkommensgruppen werden dagegen die Steuern gesenkt. Dieser Umverteilung wird freilich durch eine Vielzahl von weiteren Änderungen (wie Abschreibungserleichterungen für Unternehmen einerseits und Steuererhöhungen auf Rentenzahlungen andererseits) entgegengewirkt. Insgesamt nimmt die Steuerbelastung im kommenden Jahr merklich zu, die Einnahmen des Bundes erhöhen sich aufgrund der Beschlüsse um rund 2 vH. Alles in allem dürfte sich die Finanzpolitik in diesem und im kommenden Jahr leicht dämpfend auf die wirtschaftliche Aktivität auswirken.

## Währungsturbulenzen – das Ende des EWS?

Seit dem Herbst 1992 hat das Europäische Währungssystem (EWS) mehrere Krisen erlebt. Im September 1992 schieden das Pfund Sterling und die Lira aus dem System aus. Zu Beginn dieses Jahres gab es erneut Druck auf einige Währungen, den die Notenbanken durch massive Interventionen und Zinserhöhungen nur teilweise auffangen konnten; mehrere Währungen (irisches Pfund, Escudo und Peseta) wurden im Verlauf des Jahres abgewertet. Neuerliche Spekulationen, die vor allem gegen die französische und die dänische Währung gerichtet waren, führten zu so umfangreichen Interventionen der Notenbanken, daß Anfang August 1993 die Bandbreiten erheblich vergrößert wurden; seitdem können die Wechselkurse um bis zu  $\pm 15$  vH (statt bisher  $\pm 2,25$  vH) von ihrem Mittelkurs abweichen. Damit ist die Grundidee des EWS, nach der die Paritäten weitgehend stabil bleiben sollen, aufgegeben worden. Auch ist der Übergang zur Währungsunion gemäß dem Maastricht-Fahrplan in Frage gestellt.

Im Zusammenhang mit der Spekulation gegen den französischen Franc wurde vielfach argumentiert, eine Abwertung sei ungerechtfertigt, da die sogenannten fundamentalen Faktoren dagegen sprächen. Tatsächlich wies Frankreich in der Vergangenheit ähnlich hohe Wachstumsraten des Bruttosozialprodukts auf wie die übrigen EG-Länder, und von der Preisentwicklung her hätte sich sogar eine Aufwertungstendenz ergeben können, denn die Inflationsrate Frankreichs liegt seit geraumer Zeit unter der durchschnittlichen Rate in Europa. Doch zeigt die Erfahrung, daß nicht Entwicklungen in der Vergangenheit, sondern vor allem Erwartungen bezüglich der zukünftigen Wirtschaftspolitik maßgeblich für den Wechselkurs sind. Hinsichtlich des Franc-Kurses ist bedeutsam, daß sich wegen des Verlaufs der wirtschaftspolitischen Diskussion in Frankreich die Auffassung durchsetzte, die französische Regierung werde der Bekämpfung der Konjunkturschwäche Vorrang geben und wolle eine forcierte Zinssenkung erreichen. Tatsächlich hatte die Notenbank seit dem Frühjahr 1993 die Zinsen schon mehrfach zurückgenommen, und es wurden weitere Schritte für wahrscheinlich gehalten. Eine solche Zinspolitik wurde für andere Länder im EWS – namentlich von der Bundesrepublik Deutschland, aber auch von den Niederlanden und von Belgien – nicht erwartet. Die Notenbanken dieser Länder strebten vielmehr an, die Zinsen nur langsam zu senken.

Eine solche Diskrepanz in der beabsichtigten Politik würde im System flexibler Wechselkurse eine Abwertung der Währung des Landes mit der expansiveren Politik herbeiführen. Dies zeigte sich nicht zuletzt bei der Abwertung des Pfund Sterling und der Lira im vergangenen Jahr. Auch Frankreich konnte den geldpolitischen Kurs nicht autonom bestimmen und die Zinsen nicht stärker senken als andere Länder, ohne die Stabilität des Wechselkurses zu gefährden. Die Idee, der französische Franc könne zur Ankerwährung innerhalb des EWS werden, müßte aufgegeben werden. Frankreich konnte den Abwertungsdruck nicht mildern, auch nicht durch die versuchte Einflußnahme auf die mehr stabilitätsorientierten Notenbanken oder durch die Abwälzung der Interventionspflicht auf andere [Süddeutsche Zeitung, 1993]. Durch die Turbulenzen im EWS ist erneut deutlich geworden, wie groß die Unterschiede in den Präferen-

zen der einzelnen Länder hinsichtlich der wirtschaftspolitischen Ziele immer noch sind und daß sie einer international abgestimmten Wirtschaftspolitik entgegenstehen.<sup>7</sup> Konkret auf die Koordinierung in der Währungspolitik bezogen bedeutet dies, daß Wechselkurse nur dann stabil bleiben können, wenn alle beteiligten Länder einen ähnlichen Kurs in der Geldpolitik verfolgen. Dieser Konsens war zwischen den EWS-Ländern lange Zeit gegeben; in der zweiten Hälfte der achtziger Jahre blieben deshalb auch die Kurse weitgehend stabil. Er war aber zuletzt nicht mehr vorhanden, was offensichtlich wurde, nachdem sich die Konjunktur abgeschwächt hatte und die Regierungen und Notenbanken darauf mit unterschiedlichen Maßnahmen reagieren wollten.

Mit dieser Entwicklung wurde auch deutlich, daß sich die EG-Länder über die eigentlichen Aufgaben der Geldpolitik nicht so einig sind, wie es im Vertrag von Maastricht suggeriert wird. In dem Vertrag, der inzwischen von allen EG-Ländern mit Ausnahme der Bundesrepublik ratifiziert worden ist, gibt es eine eindeutige Festlegung der Geldpolitik auf das Ziel der Preisniveaustabilität. Daß nicht alle Vertragspartner dies so sehen, ist allerdings in der Zwischenzeit immer wieder deutlich geworden.<sup>8</sup>

Die faktische Aufgabe des EWS muß indes keine Nachteile für die EG-Länder haben. Negative Wirkungen wären nur zu erwarten, wenn die Währungsturbulenzen zum Anlaß genommen würden, den Kapitalverkehr einzuschränken, Handelsbarrieren aufzubauen oder die Wechselkurse zu manipulieren, um der heimischen Exportwirtschaft kurzfristig Vorteile zu verschaffen (Abwertungswettlauf). Prinzipiell sind frei bewegliche Wechselkurse eine bessere Lösung als ein System fester Wechselkurse, wenn dieses – wie das EWS in letzter Zeit – nicht glaubwürdig ist. Der angestrebten wirtschaftlichen Integration Europas steht das System beweglicher Kurse nicht entgegen; so ist es empirisch nicht belegt, daß flexible Wechselkurse den internationalen Handel beeinträchtigen. Die positiven Wirkungen, die vom europäischen Binnenmarkt ausgehen, sind nicht vom Wechselkurssystem abhängig. Die Vorteile der Freizügigkeit des Handels innerhalb Europas werden durch die Beweglichkeit der Wechselkurse nicht gemindert. Die jüngsten Ereignisse können die Verwirklichung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion sogar erleichtern, wenn sie dazu beitragen, daß sich die Vorstellungen über die wirtschaftspolitischen Ziele angleichen.

Entscheidend ist, daß die Regierungen und Notenbanken sich auf eine gemeinsame Strategie für die Geldpolitik einigen. Solange ein glaubwürdiges Bekenntnis hierzu fehlt, wird es schwierig sein, die Bandbreiten innerhalb des EWS auf das bis Juli 1993 geltende Maß zu verringern. Offensichtliche Auffassungsunterschiede würden immer wieder dazu führen, daß die Interventions-

---

<sup>7</sup> Vgl. die kritischen Anmerkungen hierzu bei Scheide, Sinn [1989].

<sup>8</sup> So hat z. B. der französische Präsident den Vertrag in dieser Hinsicht anders dargestellt. Für ihn ist die Europäische Zentralbank nichts anderes als der Erfüllungsgehilfe der Regierungen. Sie wäre also nicht unabhängig, wie es der Vertrag vorschreibt. Es liegt nahe, daß diese Interpretation vor allem eine Konjunkturorientierung der Geldpolitik beinhalten würde. Vgl. den Wiederabdruck des Interviews in Deutsche Bundesbank [1992, S. 2 f.].

punkte vom Markt getestet werden. Die Fixierung von Wechselkursen ist – so zeigen die Erfahrungen der letzten Monate – nicht geeignet, die erforderliche Gemeinsamkeit in der Geldpolitik zu erzwingen. Von der im Maastricht-Fahrplan angestrebten Konvergenz der Wirtschaftspolitik sind die EG-Länder derzeit allerdings weit entfernt, obwohl sie in der zweiten Stufe auf dem Weg zur Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion gerade dies beabsichtigt hatten.

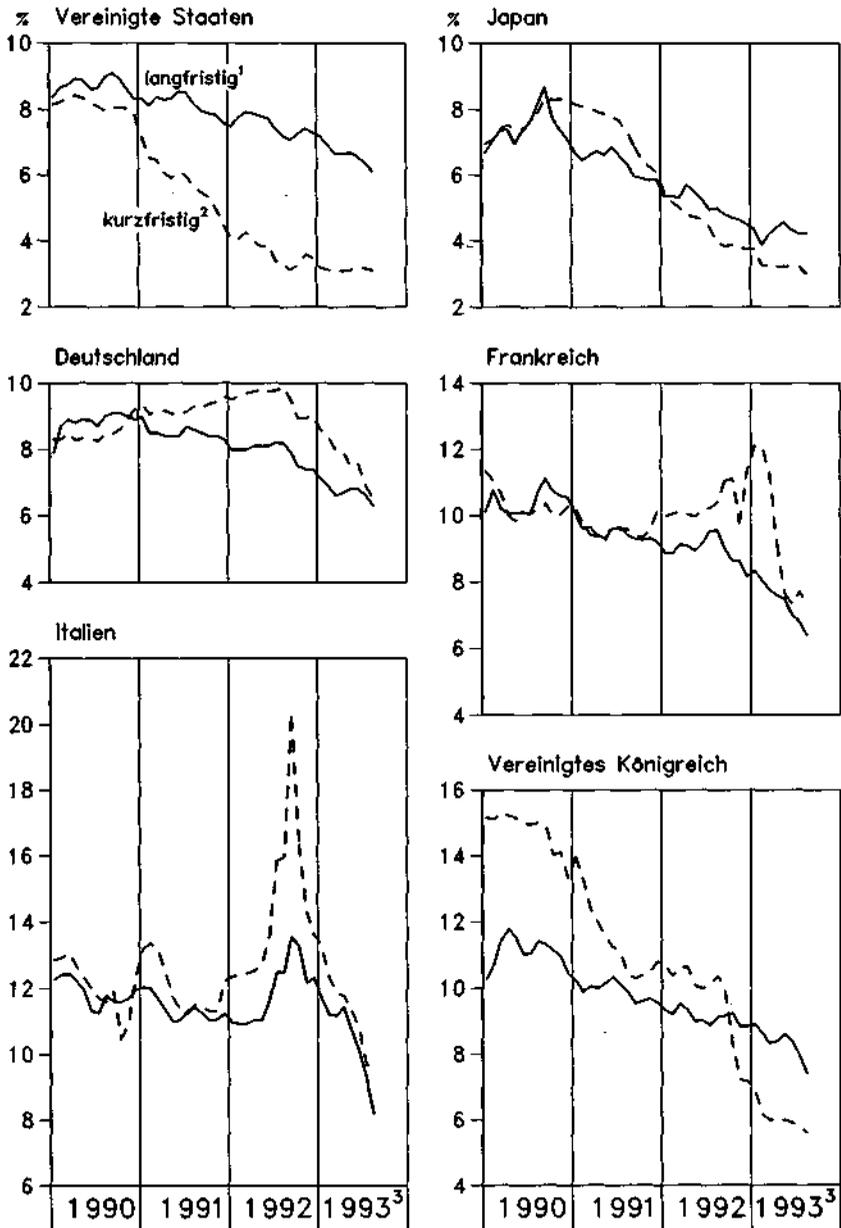
### Kräftige Impulse von der Geldpolitik

Die Vereinigten Staaten und Japan hatten schon 1991 begonnen, ihren geldpolitischen Kurs zu lockern, und die Leitzinsen sind seitdem spürbar gesunken. Seit rund einem Jahr sind auch die meisten westeuropäischen Notenbanken dazu übergegangen, die Konjunktur zu stimulieren. In fast allen Ländern Westeuropas sind die kurzfristigen Zinsen deutlich niedriger als im vergangenen Herbst. In den meisten Ländern hat sich die Zinsstruktur weitgehend normalisiert, obwohl gleichzeitig auch die langfristigen Zinsen überall deutlich zurückgegangen sind (Schaubild 2). Besonders ausgeprägt war der Kurswechsel im Vereinigten Königreich, in Italien und in Spanien, auch weil diese Länder bereit waren, eine Abwertung hinzunehmen; ihre Währungen haben seit dem Herbst 1992 gegenüber der D-Mark rund 20 vH an Wert verloren. Dagegen wurde das Tempo der Zinssenkungen in einigen Ländern dadurch gebremst, daß die Notenbanken eine Abwertung ihrer Währungen verhindern wollten; hier wurden die Zinsen zwischenzeitlich im Zusammenhang mit den Währungsturbulenzen innerhalb des EWS vorübergehend sogar nochmals kräftig erhöht. Der Abwärtstrend bei den Zinsen in Westeuropa insgesamt hat auch dazu beigetragen, daß sich die europäischen Währungen gegenüber dem US-Dollar, insbesondere aber gegenüber dem Yen, deutlich abgewertet haben.

Mit den zinspolitischen Maßnahmen der letzten Zeit ist deutlich geworden, daß die Notenbanken in Westeuropa nun stärker als zuvor bestrebt sind, die Rezession zu bekämpfen. Bei der expansiveren Ausrichtung der Geldpolitik wird es in nächster Zeit wohl bleiben. Freilich wird das Ausmaß der Lockerung unterschiedlich sein. Wir haben unterstellt, daß die kurzfristigen Zinsen in Frankreich in den nächsten Monaten deutlich sinken werden. Hier dürfte der politische Druck auf die Notenbank besonders stark sein, denn die Rezession hat sich – auch wegen der wiederholten Zinsanhebungen zur Verteidigung des Wechselkurses – noch verschärft. Die Wechselkursorientierung dürfte dabei zwar nicht aufgegeben werden; doch erwarten wir, daß eine mäßige Abwertung des Franc durchaus hingenommen wird. Auch in den meisten anderen westeuropäischen Ländern wird die Geldpolitik vordringlich um eine Stimulierung der Konjunktur bemüht sein. Lediglich in den Ländern, die die enge Bindung ihrer Währungen an die D-Mark nicht aufgeben wollen – insbesondere die Niederlande und Österreich, wohl auch Belgien und Dänemark – dürfte der Zinsrückgang entsprechend der Politik der Deutschen Bundesbank langsamer sein. Die generelle Tendenz zu Zinssenkungen und die damit meist verbundene stärkere Expansion der Geldmengenaggregate wird vermutlich so lange anhalten, bis die konjunkturelle Wende deutlich sichtbar geworden ist.

Schaubild 2

## Zinsen in Industrieländern

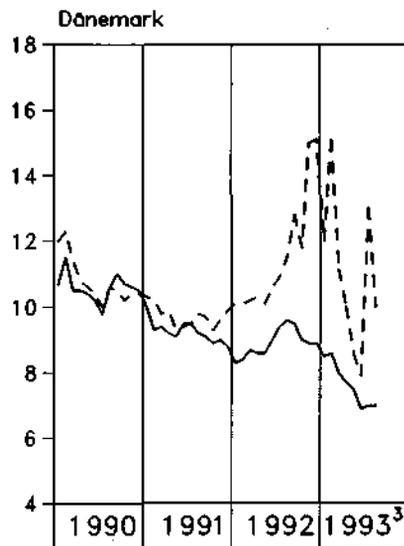
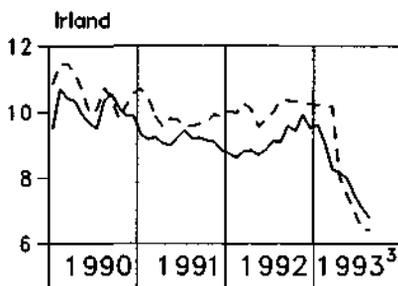
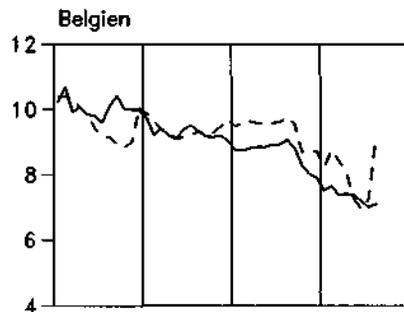
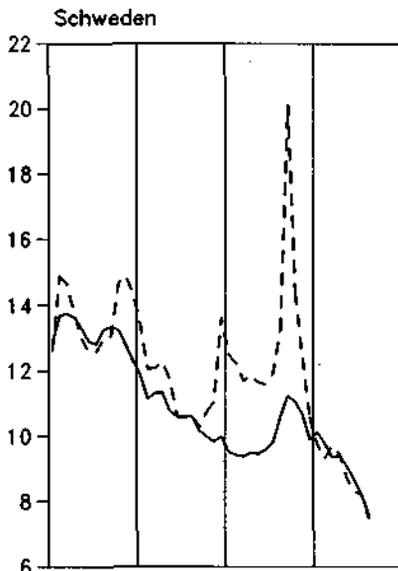
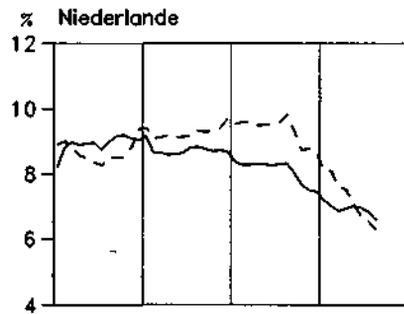
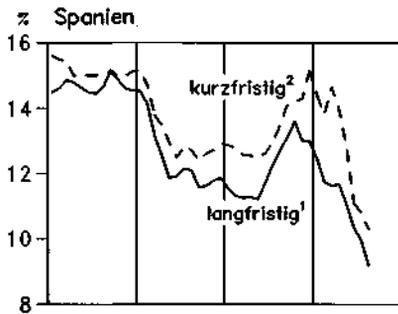


<sup>1</sup> Rendite für langfristige Staatsanleihen. - <sup>2</sup> Zinsen für Dreimonatsgeld. - <sup>3</sup> Juli und August teilweise geschätzt.



noch Schaubild 2

## Zinsen in Industrieländern – Fortsetzung



<sup>1</sup> Rendite für langfristige Staatsanleihen. – <sup>2</sup> Zinsen für Dreimonatsgeld. – <sup>3</sup> Juli und August teilweise geschätzt.



In Japan hat sich der Rückgang der kurzfristigen Zinsen, der im Sommer 1991 begann, in diesem Jahr nicht mehr fortgesetzt; zuletzt wurde der Diskontsatz im Februar – auf 2,5 % – ermäßigt. Allerdings kann bezweifelt werden, daß der Leitzins zur Zeit noch in der gleichen Weise wie früher ein wirksames Instrument der Geldpolitik ist. Denn zwischen 1987 und 1989, als der Leitzins genauso niedrig war, expandierte die erweiterte Geldmenge M2 (einschließlich Depozitensertifikate) mit Raten von mehr als 10 vH. Hingegen hat die Senkung der Zentralbankzinsen in letzter Zeit nicht zu einer nachhaltigen Beschleunigung der Geldmengenexpansion geführt, die Geldmenge M2 nimmt derzeit nur wenig zu. Insbesondere die Kreditvergabe an die privaten Haushalte und Unternehmen steigt kaum. Ursächlich hierfür ist, daß die Wirtschaftssubjekte ihre Verschuldung den jetzt niedrigeren Aktien- und Immobilienwerten anpassen und bei den Banken weniger Kredite nachfragen.

Wann dieser Konsolidierungsprozeß abgeschlossen ist, läßt sich schwer abschätzen. Für das laufende Jahr erwarten wir, daß die Geldmenge auch weiterhin nur wenig expandieren wird. Bei der anhaltenden konjunkturellen Schwäche und wegen des fortgesetzten Aufwertungsdrucks auf die japanische Währung ist es damit wahrscheinlich, daß die Notenbank ihre Zinsen nochmals senken wird. Für das kommende Jahr erwarten wir dann, daß sich die expansiven Wirkungen der Geldpolitik zunehmend durchsetzen und zu einer spürbaren Beschleunigung auch des Geldmengenwachstums führen werden. Damit wird sich nach und nach eine Belebung der gesamtwirtschaftlichen Produktion ergeben; diese Prognose wird durch die im Anhang beschriebenen Modellanalysen gestützt.

In den Vereinigten Staaten hat sich der geldpolitische Kurs wenig geändert. Die Notenbankzinsen blieben im bisherigen Jahresverlauf nahezu konstant. Die Expansion der Geldmengenaggregate hat sich zuletzt etwas beschleunigt. Dies betrifft auch die Geldmenge M2, für die die Notenbank immer noch ein Ziel vorgibt. Allerdings lag das Tempo der Expansion lange Zeit unter der angestrebten Rate, ohne daß dies die Notenbank veranlaßt hat, die monetären Zügel zusätzlich zu lockern.

Alles in allem gibt die konjunkturelle Entwicklung in den Vereinigten Staaten kaum Anlaß, den geldpolitischen Kurs zu ändern, denn das Bruttosozialprodukt steigt in etwa so rasch wie das Produktionspotential, und die Inflationsrate ist mit rund 3 vH niedrig. Die Frage ist allerdings, wie es die Notenbank erreichen kann, daß sich der Preisauftrieb in den nächsten Jahren nicht beschleunigt. In diesem Zusammenhang ist bedeutsam, daß sich die Indikatorqualität der Geldmengenaggregate, insbesondere die der Geldmenge M2, in letzter Zeit verschlechtert hat.<sup>9</sup> Somit fehlt der Notenbank eine wichtige Orientierungsgröße für die künftige Preisentwicklung. In Zukunft will sie noch stärker als bisher die Federal Funds Rate (Zinssatz für kurzfristige Ausleihungen) steuern.<sup>10</sup> Sie will diesen Zinssatz immer dann beeinflussen, wenn sich die Inflationsrate oder die

---

<sup>9</sup> Die Geldmenge M2 galt zumindest bis vor kurzem als bester Indikator für die Preisentwicklung [vgl. Hallman et al., 1991]. In jüngster Zeit ist der Zusammenhang aber gestört. Ob damit allerdings die alten Relationen überhaupt nicht mehr gelten, kann man wohl noch nicht sagen.

<sup>10</sup> Vgl. den Abdruck der Stellungnahme von Greenspan in BIS [1993].

Inflationserwartungen ändern. Wie sich diese Politik in der Praxis erfolgreich umsetzen läßt, ist allerdings offen. Ein Problem entsteht dadurch, daß die Notenbank sich stets ein Urteil über die Preistendenzen in der Wirtschaft machen muß. Zu diesem Zweck will sie sich offenbar auch an Umfragen, mit denen Preiserwartungen erfaßt werden sollen, orientieren; zusätzlich will sie Veränderungen des langfristigen Zinssatzes als Maßstab heranziehen. Damit läuft die Politik darauf hinaus, eine bestimmte Zinsstruktur anzustreben. Ziel könnte es beispielsweise sein, bei einem Anziehen der Kapitalmarktzinsen, das die Erwartung steigender Inflationsraten signalisieren könnte, die Federal Funds Rate stärker anzuheben, um die Konjunktur zu dämpfen und so der vermeintlichen Zunahme der Inflation entgegenzuwirken.

Unklar ist vor allem, welche Zinsdifferenz als normal anzunehmen ist und welcher Wert angestrebt werden muß, um den gewünschten Effekt auf die Inflation zu haben. Einen stabilen Zusammenhang zwischen Zinsstruktur und Inflationsrate gab es in der Vergangenheit nicht. Eine Fehleinschätzung kann dazu führen, daß die Geldpolitik unstetiger wird und möglicherweise die konjunkturellen Ausschläge verstärkt. Es ist zu vermuten, daß die Notenbank wegen all dieser Schwierigkeiten wie bisher auch andere makroökonomische Variablen in ihr Entscheidungskalkül einbeziehen wird.

Wir halten es für unwahrscheinlich, daß die Federal Funds Rate demnächst angehoben und die Geldpolitik deutlich gestrafft wird. Die Preisentwicklung ist nach wie vor verhalten, und der konjunkturelle Aufschwung verläuft in ruhigen Bahnen. Wichtig ist aus der Sicht der Notenbank auch, daß das Haushaltsdefizit in den nächsten Jahren verringert werden soll; dies hat sie selbst immer für nötig befunden, damit die Geldpolitik entlastet wird und die Zinsen sinken können. Sie wird sich dadurch bestätigt sehen, daß die langfristigen Zinsen bis zuletzt gefallen sind und nun den niedrigsten Stand seit Jahrzehnten erreicht haben.

### **Ausblick: Allmähliche Belebung auch in Westeuropa**

Die Unterschiede in der Produktionsentwicklung zwischen den Industrieländern werden sich voraussichtlich im weiteren Verlauf dieses Jahres und im Jahr 1994 verringern. In den Vereinigten Staaten wird sich der Aufschwung fortsetzen. Dabei dürfte sich am Tempo des Produktionsanstiegs kaum etwas ändern, da der Kurs der Geldpolitik im großen und ganzen bestehen bleibt. Die Finanzpolitik wird leicht restriktiv sein, doch wird sich dies auf die Konjunktur wohl nur wenig auswirken. Mit der zu erwartenden Erholung in den übrigen Ländern wird der Anstieg der Exporte wohl ein ausreichendes Gegengewicht bilden, so daß das Bruttoinlandsprodukt 1994 mit 2,5 vH in etwa so rasch wie im laufenden Jahr und wie das Produktionspotential steigen wird (Tabelle 2).

In Japan dürften die dämpfenden Faktoren, die aus dem Konsolidierungsprozeß im privaten Sektor nach dem Fall der Preise für Aktien und Immobilien resultieren, zunächst wirksam bleiben. Darüber hinaus sind die Ertrags- und die Absatzerwartungen der Unternehmen mit der Aufwertung des Yen zusätzlich gedrückt worden; dies hat die Investitionsneigung nochmals gedämpft. Auch ist zunächst eine weitere Verringerung der Lagerbestände zu erwarten. Die wirt-

Tabelle 2 – Reales Bruttoinlandsprodukt und Verbraucherpreise in den Industrieländern 1992–1994 – Veränderungen gegenüber dem Vorjahr (vH)

|                            | Gewicht<br>in vH <sup>1</sup> | Bruttoinlandsprodukt <sup>2</sup> |                   |                   | Verbraucherpreise |                   |                   |
|----------------------------|-------------------------------|-----------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
|                            |                               | 1992                              | 1993 <sup>3</sup> | 1994 <sup>3</sup> | 1992              | 1993 <sup>3</sup> | 1994 <sup>3</sup> |
| Westdeutschland .....      | 9,9                           | 1,5                               | -2,0              | 1,0               | 4,0               | 4,0               | 3,0               |
| Frankreich .....           | 7,5                           | 1,3                               | -1,5              | 0,0               | 2,4               | 2,0               | 2,0               |
| Italien .....              | 6,9                           | 0,9                               | -0,5              | 1,0               | 5,3               | 4,5               | 4,5               |
| Vereinigtes Königreich ... | 5,9                           | -0,4                              | 1,5               | 3,0               | 3,7               | 2,0               | 4,0               |
| Spanien .....              | 3,3                           | 1,0                               | -1,0              | 1,5               | 5,9               | 5,0               | 4,5               |
| Niederlande .....          | 1,8                           | 1,5                               | -0,5              | 1,5               | 3,7               | 2,0               | 2,0               |
| Belgien .....              | 1,2                           | 0,7                               | -1,0              | 1,5               | 2,4               | 2,5               | 2,0               |
| Dänemark .....             | 0,8                           | 1,1                               | -1,0              | 1,0               | 2,1               | 1,5               | 1,5               |
| Portugal .....             | 0,5                           | 1,5                               | -0,5              | 2,0               | 8,8               | 6,0               | 5,0               |
| Griechenland .....         | 0,4                           | 1,5                               | 0,5               | 0,5               | 15,9              | 15,0              | 12,0              |
| Irland .....               | 0,3                           | 2,0                               | 2,5               | 3,5               | 3,0               | 1,5               | 2,5               |
| EG-Länder .....            | 38,5                          | 1,0                               | -0,75             | 1,25              | 4,1               | 3,5               | 3,5               |
| Nachrichtlich:             |                               |                                   |                   |                   |                   |                   |                   |
| Deutschland insgesamt ..   |                               | 1,9                               | -2,0              | 1,5               | .                 | .                 | .                 |
| Schweiz .....              | 1,4                           | -0,6                              | -0,5              | 1,5               | 4,1               | 3,5               | 3,0               |
| Schweden .....             | 1,4                           | -1,7                              | -2,0              | 0,0               | 2,3               | 4,5               | 3,5               |
| Österreich .....           | 1,0                           | 1,5                               | -1,0              | 1,0               | 4,1               | 3,5               | 3,0               |
| Finnland .....             | 0,6                           | -4,0                              | -1,0              | 1,0               | 2,9               | 2,5               | 2,5               |
| Norwegen .....             | 0,6                           | 3,3                               | 1,5               | 2,5               | 2,4               | 2,5               | 2,0               |
| Westeuropa .....           | 43,5                          | 0,8                               | -0,75             | 1,25              | 3,9               | 3,25              | 3,25              |
| Vereinigte Staaten .....   | 32,7                          | 2,6                               | 2,5               | 2,5               | 2,9               | 3,0               | 3,0               |
| Japan .....                | 20,6                          | 1,5                               | 0,5               | 2,0               | 1,7               | 1,0               | 1,0               |
| Kanada .....               | 3,2                           | 0,7                               | 3,0               | 3,5               | 1,5               | 2,0               | 2,5               |
| Länder insgesamt .....     | 100,0                         | 1,5                               | 0,5               | 1,75              | 3,1               | 2,75              | 2,75              |

<sup>1</sup> Auf der Grundlage des Bruttoinlandsprodukts von 1992. – <sup>2</sup> Japan: Bruttosozialprodukt. – <sup>3</sup> Prognose; auf halbe, für Ländergruppen auf viertel Prozentpunkte gerundet.

Quelle: OECD [b, c]; Kommission [1993]; eigene Berechnungen und Schätzungen.

schaftspolitischen Anstöße, die von der Finanzpolitik und von der Lockerung der Geldpolitik ausgehen, werden so wohl erst im Verlauf des kommenden Jahres zu einer spürbaren Belebung der Produktion führen. Alles in allem fällt die Erholung im Vergleich zu früheren Aufschwungphasen zunächst ausgesprochen moderat aus. Für 1993 erwarten wir eine Zunahme des Bruttosozialprodukts um lediglich 0,5 vH, 1994 dürfte sie rund 2 vH betragen. Dabei wird die Zahl der Arbeitslosen nochmals merklich steigen.

In Westeuropa gibt es Anzeichen für eine Stabilisierung der Produktion. Die Geldpolitik ist insgesamt seit geraumer Zeit gelockert worden, in einigen Ländern sogar deutlich. Die Währungsturbulenzen dürften der konjunkturellen

Erholung nicht im Wege stehen. Zwar hat die Krise des EWS möglicherweise zu einem Verlust an Vertrauen in die beteiligten wirtschaftspolitischen Instanzen geführt. Doch erhöhen die Ereignisse eher die Wahrscheinlichkeit, daß die Zinsen in Europa rascher gesenkt werden als zuvor erwartet. Für diese Einschätzung sprechen die kräftigen Kursgewinne an den meisten Aktien- und Anleihemärkten.

Ähnlich wie in früheren Abschwungphasen, so in der Mitte der siebziger Jahre und zu Beginn der achtziger Jahre, wird die Trendwende in der konjunkturellen Entwicklung auch dieses Mal durch eine expansivere Geldpolitik eingeleitet. Entsprechend erwarten wir für den Verlauf des nächsten Jahres eine Belebung der Binnennachfrage in den meisten westeuropäischen Ländern. Die Länder, die eine kräftige Abwertung ihrer Währung verzeichneten, werden zusätzliche Anstöße von den Exporten erhalten. Die Absatz- und Ertragerwartungen dürften sich allmählich aufhellen, in der Folge werden die Investitionen wieder leicht steigen, zumal die Zinsen deutlich gesunken sind. Der private Verbrauch dürfte allerdings nur schwach zunehmen, vor allem weil die Beschäftigungssituation ungünstig bleiben wird. In Frankreich wird sich die konjunkturelle Wende allerdings wohl erst relativ spät vollziehen, auch weil die Zinsen in diesem Jahr wegen der Spekulation gegen den Franc mehrfach drastisch angehoben wurden. Dämpfend dürfte sich im Vergleich zu früher auswirken, daß die Regierungen in Westeuropa im allgemeinen weiterhin bestrebt sind, die Defizite in den öffentlichen Haushalten zu begrenzen und zu diesem Zweck Abgaben zu erhöhen. Der Umfang ist vielfach nicht verlässlich abzusehen, da die Regierungen offenbar auf neue Defizitschätzungen immer wieder neu reagieren; dies wirkt zusätzlich dämpfend auf die Konjunktur.

Der Produktionsanstieg in den Industrieländern insgesamt wird sich im kommenden Jahr auf knapp 2 vH beschleunigen, nach einer nur schwachen Zunahme im laufenden Jahr (0,5 vH). Die Expansion des Welthandels dürfte sich mit der konjunkturellen Belebung verstärken; sie wird 1994 rund 6 vH betragen (1993 etwa 4 vH). Stützend wirkt hier ferner, daß die Märkte in Südostasien und Lateinamerika weiter rasch expandieren und der Handel mit Osteuropa deutlich zunimmt. Bei der nur moderaten Aufwärtsentwicklung werden sich die Arbeitsmarktprobleme in vielen Ländern – vor allem in Westeuropa – verschärfen. Der Preisanstieg bleibt in den Industrieländern insgesamt gedämpft. Im Durchschnitt des Jahres 1994 wird er mit rund 3 vH ähnlich hoch sein wie im Vorjahr.

### **Anhang: Indikatoren für die konjunkturellen Wirkungen der Geldpolitik – empirische Ergebnisse für sechs wichtige Industrieländer<sup>11</sup>**

Seit geraumer Zeit gibt es erhebliche Unsicherheiten bei der Beurteilung des konjunkturellen Impulses der Geldpolitik in wichtigen Industrieländern. So weisen nicht nur verschiedene geldpolitische Indikatoren in eine unterschiedliche Richtung; auch scheint sich der Zusammenhang zwischen Geldmenge und wirtschaftlicher Aktivität in einzelnen Ländern geändert zu haben. Im folgenden

<sup>11</sup> Dieser Abschnitt basiert auf einer empirischen Untersuchung von Döpke, Gern [1993].

soll mit Hilfe empirischer Analysen der Frage nachgegangen werden, welche geldpolitischen Indikatoren zur Beurteilung der konjunkturellen Wirkungen der Notenbankpolitik – und damit auch zur Konjunkturprognose – am besten geeignet sind.

Die Untersuchung erstreckt sich auf die Vereinigten Staaten, Japan, die Bundesrepublik Deutschland, Frankreich, Italien und das Vereinigte Königreich und erfolgt anhand von Quartalsdaten für den Zeitraum 1976.1 bis 1993.1. Auf ihre Indikatorqualität geprüft werden alternativ die folgenden, häufig genannten Indikatoren:

- die kurzfristigen Nominalzinsen; sie werden direkt von der Notenbank beeinflusst und können somit unmittelbar die Intentionen der Geldpolitik widerspiegeln;<sup>12</sup>
- die Zinsdifferenz – gemessen als Differenz zwischen einem langfristigen und einem kurzfristigen Zinssatz –, weil in ihr über den direkten Einfluß der Notenbank am kurzen Ende hinaus weitere Informationen verfügbar sind [Krämer, Langfeldt, 1993]. So hängen die langfristigen Zinsen auch von Inflations- und Wechselkurserwartungen ab;
- die Geldmenge M1 (im Vereinigten Königreich: M0), deflationiert mit dem Preisindex des Bruttoinlandsprodukts. Das eng abgegrenzte Geldaggregat – es umfaßt in der Regel Bargeld und unverzinsliche Sichteinlagen – steht verschiedenen Untersuchungen zufolge in einem engen Zusammenhang mit der wirtschaftlichen Aktivität [z. B. Scheide, 1989];
- die erweiterte Geldmenge (M2<sup>13</sup>, M3 oder M4). Sie ist die Zwischenzielgröße für mehrere Notenbanken, auch weil die Entwicklung eng mit der des Preisniveaus zusammenhängt.<sup>14</sup> Geprüft werden soll, ob eine ähnlich ausgeprägte Beziehung zwischen der realen Geldmenge in dieser Abgrenzung und der Produktion besteht.

Zunächst wurde mit jedem Indikator eine einfache Regressionsanalyse durchgeführt. Darin hängt die Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts vom Verlauf des jeweiligen Indikators ab.<sup>15</sup> Dieser geht dabei mit einer Verzögerung in die Schätzgleichung ein, die aufgrund des engsten linearen Zusammenhangs zwischen dem verzögerten Indikator und der Wachstumsrate der Produktion festgelegt wurde. Die Ergebnisse der Schätzungen sind in Tabelle 3 zusammengefaßt.

<sup>12</sup> Es gibt theoretische Argumente, daß nicht die nominalen, sondern die realen – d. h. um die erwartete Preissteigerungsrate korrigierten – Zinsen entscheidend für das Verhalten der Wirtschaftssubjekte ist. Allerdings sind die Preisermutungen und also auch die Realzinsen nicht direkt beobachtbar. Häufig wird als Annäherung an die erwartete Preissteigerung die laufende Inflationsrate zur Berechnung der Realzinsen verwendet. Bei einem solchen Vorgehen erweisen sich die Realzinssätze als Ansatz zur Erklärung der wirtschaftlichen Entwicklung den Nominalzinsen unterlegen. Vgl. hierzu z. B. Laurent [1988].

<sup>13</sup> In Japan: M2 einschließlich Depositenzertifikate (M2 + CD).

<sup>14</sup> Vgl. zum Beispiel die empirischen Untersuchungen von Hallman et al. [1991] für die Vereinigten Staaten und Reimers, Tödter [1993] für die Bundesrepublik Deutschland.

<sup>15</sup> Bei den Geldmengen wurden die Zuwachsraten (Vorjahresvergleich) für die Schätzung verwendet, bei den Zinssätzen die Niveaus.

Tabelle 3 – Schätzung der Veränderungsrate des Bruttoinlandsprodukts mit Hilfe alternativer monetärer Indikatoren für sechs Industrieländer 1976.1 bis 1993.1

| Land/Indikator            | $\beta_0$       | $\beta_1$       | Verzögerung | R <sup>2</sup> | S.E. | DW   |
|---------------------------|-----------------|-----------------|-------------|----------------|------|------|
| Vereinigte Staaten        |                 |                 |             |                |      |      |
| M1 .....                  | 1,968<br>(6,8)  | 0,269<br>(4,2)  | 4           | 0,22           | 2,18 | 0,39 |
| M2 .....                  | 0,667<br>(1,8)  | 0,598<br>(6,2)  | 5           | 0,39           | 1,95 | 0,43 |
| Zinsdifferenz .....       | 2,141<br>(8,7)  | 0,818<br>(6,4)  | 4           | 0,38           | 1,95 | 0,40 |
| kurzfristige Zinsen ..... | 6,454<br>(8,4)  | -0,443<br>(5,4) | 4           | 0,30           | 2,08 | 0,31 |
| Japan                     |                 |                 |             |                |      |      |
| M1 .....                  | 3,860<br>(19,3) | 0,085<br>(2,3)  | 0           | 0,07           | 1,25 | 0,55 |
| M2 + CD .....             | 2,507<br>(9,3)  | 0,262<br>(6,8)  | 0           | 0,41           | 0,99 | 0,82 |
| Zinsdifferenz .....       | 3,910<br>(22,6) | 0,329<br>(2,8)  | 1           | 0,10           | 1,23 | 0,56 |
| kurzfristige Zinsen ..... | 5,987<br>(13,8) | -0,289<br>(4,5) | 5           | 0,24           | 1,13 | 0,66 |
| Deutschland               |                 |                 |             |                |      |      |
| M1 .....                  | 1,518<br>(6,9)  | 0,292<br>(6,8)  | 3           | 0,43           | 1,43 | 0,98 |
| M3 .....                  | 1,277<br>(3,8)  | 0,368<br>(4,3)  | 3           | 0,23           | 1,66 | 0,75 |
| Zinsdifferenz .....       | 1,757<br>(7,5)  | 0,651<br>(5,8)  | 3           | 0,34           | 1,58 | 0,94 |
| kurzfristige Zinsen ..... | 5,431<br>(10,1) | -0,450<br>(5,7) | 4           | 0,33           | 1,59 | 0,88 |
| Frankreich                |                 |                 |             |                |      |      |
| M1 .....                  | 2,061<br>(11,7) | 0,196<br>(2,7)  | 1           | 0,12           | 1,27 | 0,41 |
| M2 .....                  | 1,413<br>(5,0)  | 0,248<br>(3,3)  | 1           | 0,17           | 1,23 | 0,47 |
| Zinsdifferenz .....       | 1,489<br>(6,1)  | 0,658<br>(4,7)  | 5           | 0,25           | 1,18 | 0,36 |
| kurzfristige Zinsen ..... | 5,764<br>(10,2) | -0,327<br>(6,1) | 4           | 0,36           | 1,09 | 0,45 |
| Italien                   |                 |                 |             |                |      |      |
| M1 .....                  | 2,084<br>(13,5) | 0,384<br>(11,5) | 3           | 0,68           | 1,17 | 0,76 |
| M2 .....                  | 2,237<br>(14,1) | 0,398<br>(10,7) | 3           | 0,64           | 1,23 | 0,61 |
| Zinsdifferenz .....       | 3,057<br>(11,1) | 0,440<br>(3,5)  | 5           | 0,08           | 2,08 | 0,26 |
| kurzfristige Zinsen ..... | 8,216<br>(8,4)  | -0,377<br>(5,7) | 4           | 0,33           | 1,77 | 0,31 |
| Vereinigtes Königreich    |                 |                 |             |                |      |      |
| M0 .....                  | 2,859<br>(11,4) | 0,490<br>(7,7)  | 0           | 0,47           | 1,81 | 0,42 |
| M4 .....                  | 0,837<br>(2,3)  | 0,217<br>(4,4)  | 0           | 0,22           | 2,20 | 0,32 |
| Zinsdifferenz .....       | 1,947<br>(7,3)  | 0,458<br>(4,5)  | 3           | 0,23           | 2,19 | 0,35 |
| kurzfristige Zinsen ..... | 9,451<br>(8,7)  | -0,642<br>(7,1) | 3           | 0,43           | 1,88 | 0,56 |

Anmerkung: Schätzgleichung:  $y_t = \beta_0 + \beta_1 IN_{t-n} + u_t$ , mit:  $y$  = Veränderungsrate des Bruttoinlandsprodukts,  $IN$  = Indikator,  $n$  = Verzögerung,  $R^2$  = Bestimmtheitsmaß, S.E. = Standardfehler der Regression, DW = Durbin-Watson Teststatistik,  $t$ -Werte in Klammern. Festlegung der Verzögerung siehe Text.

Bei einem Vergleich der statistischen Anpassung erweist sich kein Indikator als allgemein überlegen. Auch die Länge der Verzögerung, bei der die Korrelation zwischen der erklärenden Reihe, dem geldpolitischen Indikator, und dem Bruttoinlandsprodukt am höchsten ist, variiert beträchtlich. In den meisten Fällen liegt sie zwischen drei und fünf Quartalen, bei einigen Indikatoren – so bei den Geldmengenaggregaten in Japan, Frankreich und dem Vereinigten Königreich – ist sie aber nur gering. Auch ist zu beachten, daß die gängigen statistischen Prüfmaße anzeigen, daß das Modell unzureichend spezifiziert ist.<sup>16</sup> Es sollten also in jedem Fall noch zusätzliche Faktoren zur Erklärung der Konjunktur herangezogen werden – ein Ergebnis, das in Anbetracht der Einfachheit des Ansatzes freilich zu erwarten war.

Bei diesen Einschränkungen gilt für Italien und Japan, daß die Entwicklung der Geldmenge für die Konjunktur offenbar wichtiger ist als die der Zinsen. Im Fall Japans trifft dies allerdings nur auf die erweiterte Geldmenge zu, M1 bietet ähnlich wie die Zinsindikatoren nur einen geringen Beitrag zur Erklärung der Konjunktur. Auf der anderen Seite dominieren in Frankreich die Zinsvariablen die monetären Aggregate als Determinante des Konjunkturverlaufs. Weniger eindeutig sind die Ergebnisse für die Vereinigten Staaten, die Bundesrepublik und das Vereinigte Königreich. Hier weisen jeweils eine Geldmenge sowie eine (in der Bundesrepublik sogar zwei) Zinsvariablen eine ähnlich gute statistische Anpassung auf. Die Anwendung aufwendigerer statistischer Verfahren bestätigt im großen und ganzen dieses Ergebnis.<sup>17</sup>

Die weitere empirische Analyse läßt sich wie folgt beschreiben<sup>18</sup>: Im ersten Schritt wird das Bruttoinlandsprodukt nur durch die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts in der Vergangenheit erklärt. Hierin sind die Informationen über alle konjunkturellen Einflüsse (neben der Geldpolitik etwa die Auslandsnachfrage, die Finanzpolitik, starke Veränderungen relativer Preise usw.) mittelbar vorhanden. Im zweiten Schritt wird dann überprüft, ob die Hinzunahme geldpolitischer Indikatoren die Prognose verbessern kann. Ist dies der Fall, sollten der oder die monetären Variablen im Modell berücksichtigt werden. Das Verfahren läßt sich als eine Prüfung auf Vorlauf der Indikatoren vor dem Bruttoinlandsprodukt auffassen.

<sup>16</sup> Das Bestimmtheitsmaß ( $R^2$ ) ist gering. Hinzu kommt der sehr niedrige Wert der Durbin-Watson-Statistik (DW), der auf Fehlspezifikation hindeutet. Auch fallen die Ergebnisse für einzelne Teilzeiträume sehr unterschiedlich aus.

<sup>17</sup> Es wurden unter anderem Tests auf Kausalität im Sinne von Granger durchgeführt, die bezüglich der dynamischen Spezifikation weniger beschränkt sind als die einfachen Ansätze. Hier gilt eine erklärende Variable als kausal, wenn sie die Erklärungskraft des autoregressiven Prozesses signifikant verbessert.

<sup>18</sup> Es handelt sich um eine von Hsiao [1979] vorgeschlagene Variante der Prüfung auf Granger-Kausalität. Es wird geprüft, ob die Hinzunahme des Indikators den final-prediction error (FPE) gegenüber dem autoregressiven Prozeß verbessern kann. Ist dies der Fall, liegt Granger-Kausalität vor. Im Modell wurde jeweils die Geldmengen- und die Zinsvariable berücksichtigt, die bei einer einfachen Prüfung auf Granger-Kausalität den minimalen FPE-Wert aufwies. Vgl. auch die Untersuchung der konjunkturellen Entwicklung in der Bundesrepublik Deutschland bei Scheide [1989].

Es zeigt sich, daß in den meisten Fällen die Betrachtung eines Indikators – der Zinsdifferenz in Frankreich, der Geldmenge M1 in Italien und in der Bundesrepublik und der Geldmenge M2 + CD in Japan – zur Messung des geldpolitischen Impulses ausreicht. Das Hinzufügen einer weiteren geldpolitischen Variablen – M2 in Frankreich, kurzfristige Zinsen in Japan, in der Bundesrepublik und in Italien – erbringt keine Verbesserung der Prognosegüte des Modells. Lediglich für die Vereinigten Staaten (M2 und Zinsdifferenz) und für das Vereinigte Königreich (kurzfristiger Zinssatz und M0) verbessert sich die Qualität der Voraussagen, wenn ein zweiter Indikator zusätzlich betrachtet wird.<sup>19</sup>

Ein Vergleich von tatsächlicher und geschätzter Produktionsentwicklung zeigt, daß die tatsächlichen Konjunkturschwankungen recht gut abgebildet werden (Schaubild 3). Allerdings gibt es auch immer wieder Perioden, in denen die Zusammenhänge zwischen Geldpolitik und Konjunktur durch andere Faktoren überlagert werden. In den Zeiträumen, in denen die geschätzte Konjunkturentwicklung der tatsächlichen mit deutlicher Verzögerung folgt, liegt dies aber wohl vor allem an der Information, die in der Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts in der Vergangenheit gebündelt ist. Am aktuellen Rand ist besonders auffällig, daß die rezessive Entwicklung des Jahres 1993 in Deutschland durch den Ansatz nicht vorhergesagt worden wäre. Auch in der Vergangenheit hat es immer wieder konjunkturelle Entwicklungen gegeben, die mit den über den gesamten Untersuchungszeitraum gesehen besten Indikatoren nicht korrekt antizipiert werden konnten. Hierbei können z. B. Sonderfaktoren maßgebend sein, die die Indikatorqualität kurzfristig beeinträchtigen. Dies ist auch bei der Prognose zu beachten. Auch deshalb ist es ratsam, in jedem Fall mehrere geldpolitische Variablen zu beobachten, besonders wenn sie unterschiedliche Signale über die konjunkturelle Wirkung der Geldpolitik geben. Für Deutschland scheint z. B. zur Zeit die Zinsdifferenz eine sinnvolle Ergänzung zu sein [vgl. dazu Krämer, Langfeldt, 1993].

Mit den Modellen wurden auch Prognosen des realen Bruttoinlandsprodukts in den Jahren 1993 und 1994 erstellt. Hierfür ist es erforderlich, Annahmen über die zukünftige Geldpolitik zu machen. Für die Vereinigten Staaten und das Vereinigte Königreich haben wir unterstellt, daß sich die für die konjunkturelle Entwicklung wichtigen Größen in etwa so verhalten wie im bisherigen Verlauf des Jahres 1993. In Japan, in der Bundesrepublik und in Italien, später auch in Frankreich, zeigen – so unsere Annahme – die Indikatoren zunehmend in eine expansive Richtung.<sup>20</sup> Die Prognose auf Basis der Modelle für die einzelnen Länder ergibt für die Vereinigten Staaten und für das Vereinigte Königreich eine Fortsetzung des Aufschwungs. In den übrigen Ländern wird die Rezession

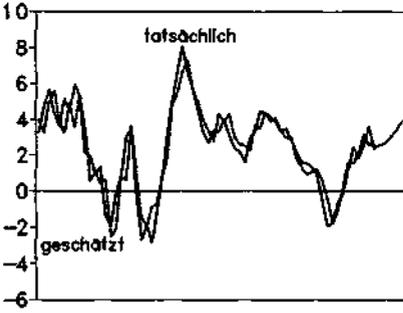
<sup>19</sup> Es gibt aus theoretischer Sicht keine befriedigende Erklärung dafür, warum die Indikatoren die Wirkung der Geldpolitik in den betrachteten Ländern unterschiedlich widerspiegeln. Zu dem Ergebnis trägt möglicherweise bei, daß die Zentralbanken verschiedene Zielfunktionen haben oder daß es Differenzen in ihrem Mitteleinsatz gibt. Für den Konjunkturanalytiker ist es indes vordringlich zu wissen, welche Variablen besondere Beachtung verdienen, insbesondere wenn die Indikatoren widersprüchliche Informationen über den geldpolitischen Impuls vermitteln. Hier kann eine Betrachtung der Beziehungen in der Vergangenheit wertvolle Hinweise geben.

<sup>20</sup> Vgl. die ausführliche Darstellung bei Döpke, Gern [1993].

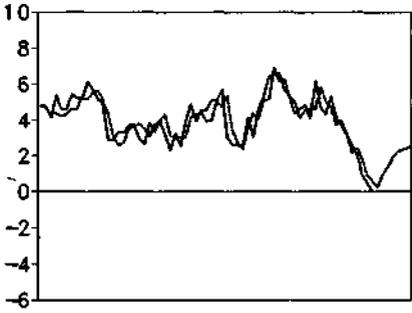
Schaubild 3

### Tatsächliche und geschätzte Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts in sechs Industrieländern<sup>1</sup>

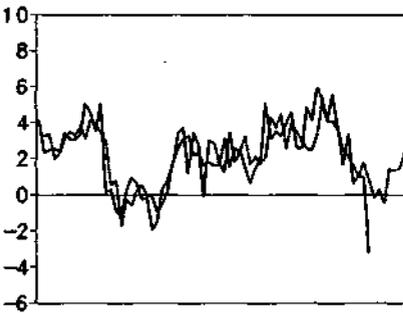
vH<sup>2</sup> Vereinigte Staaten



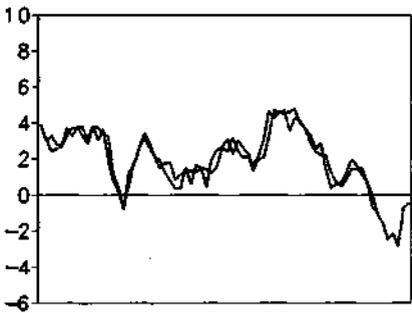
vH<sup>2</sup> Japan<sup>3</sup>



Westdeutschland



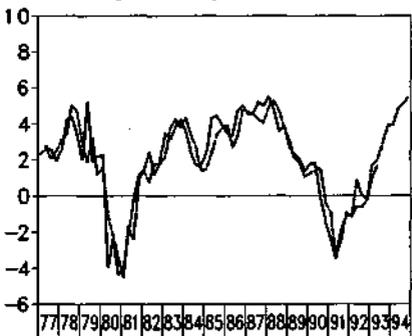
Frankreich



Italien



Vereinigtes Königreich



<sup>1</sup> Ergebnisse der ökonometrischen Modellrechnungen. - <sup>2</sup> Veränderungen gegenüber dem Vorjahr in vH. - <sup>3</sup> Bruttonsozialprodukt.



allmählich abklingen und von einer Aufwärtsbewegung der Produktion abgelöst werden (Schaubild 3).

Die beschriebene Untersuchung bezieht sich nur auf den Zusammenhang zwischen Geldpolitik und Konjunktur. Ziel war es, unter mehreren Indikatoren diejenigen zu identifizieren, die sich für die Prognose der konjunkturellen Entwicklung am besten eignen. Tatsache ist, daß die Notenbanken immer wieder versuchen, die Konjunktur auch mit Hilfe der hier untersuchten Indikatoren zu steuern. Die Erfahrung zeigt aber, daß ihnen dies nicht gelingt; vielfach werden konjunkturelle Schwankungen durch die Geldpolitik ausgelöst oder verstärkt, wenn sie versucht, Einfluß auf die Produktion zu nehmen. Wir würden den Notenbanken nicht nahelegen, die Indikatoren so zu manipulieren, daß die Konjunktur in einer gewünschten Weise verläuft. Die Hauptaufgabe der Notenbanken sollte vielmehr darin bestehen, das Preisniveau zu stabilisieren. Sie können das am besten tun, indem sie eine vorangekündigte, stetige Politik verfolgen.

## Summary

### **Industrial Countries: Monetary Policy Stimulates Economic Activity**

In the course of 1993, the weakness of economic activity in the industrial countries continued. The differences in the development of real GDP remained substantial. While the recovery continued in the United States and also the United Kingdom, production declined in most western European economies; in Japan, real GNP stagnated. Inflation has slowed down in most countries; on average, the rate of inflation amounted to some 3 p.c. Unemployment increased substantially in western Europe and in Japan, while in the United States it declined slightly.

### *Consolidation Efforts Dominating Fiscal Policy*

In western Europe, most governments intend to limit the increase of budget deficits by increasing taxes and – to a lesser extent – reducing expenditure growth. Several governments also try to influence the wage setting behavior of employers and unions and to get rid of some regulations on labor markets in order to alleviate the unemployment problem. In the United States, the consolidation package to limit the federal deficit over the next five years is now passed. The increase of the federal debt will be reduced by tax increases and expenditure cuts of roughly equal size. The only large industrial country with expansionary fiscal measures is Japan; in addition to the package of April 1993, further moves to stimulate investment and probably some minor tax cuts are likely in the near future because economic activity has not yet picked up.

### *Central Banks Stimulate*

While the United States and Japan had already started in 1991 to loosen monetary policy, most western European central banks have turned to stimulate

economic activity since the fall of last year. Short-term interest rates were cut substantially, in particular in countries such as the United Kingdom, Italy and Spain that were willing to accept a depreciation of their currencies. With the collapse of the European Monetary System (EMS) in August it has become even more likely that the downward trend of interest rates will continue as most central banks focus on fighting the recession rather than keeping the exchange rate stable.

#### *Outlook for 1994: Turnaround also in Western Europe*

For the course of 1994, we expect that the stimulus from monetary policy will initiate an upward movement of internal demand in western Europe. Those countries with a sharp depreciation of their currencies will experience a strong impulse from exports. In Japan, the dampening effects from the adjustment of the private sector to the sharp decline in asset prices will gradually fade. Therefore, production is likely to start to recover next year given the impact of the fiscal measures and also the expected further loosening of monetary policy. As no major change of economic policy is to be expected for the United States, the recovery will continue at the moderate pace observed in the past two years.

For the industrial countries as a whole, the growth rates will thus more and more converge in the course of 1994. On average, real GDP will increase by some 2 p.c. after the weak performance in 1993 (0.5 p.c.). Faster growth will also lead to a stronger expansion of world trade which is likely to amount to some 6 p.c., after 4 p.c. this year; the acceleration is supported by a strong economic development in South-east Asia and in Latin America and the expansion of trade with eastern Europe. As the increase of production on average will still be below the growth rate of potential output, labor market problems will intensify in most of the industrial countries, particularly in western Europe. Inflation will remain moderate; on average, consumer prices will increase by some 3 p.c. in 1993 and next year.

#### **Literaturverzeichnis**

- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (BIS), BIS Review, No. 137, Basel, 28. Juli 1993.
- DEUTSCHE BUNDESBANK, Auszüge aus Presseartikeln, Frankfurt/M., 9. September 1992.
- DEUTSCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG (DIW), INSTITUT FÜR WELTWIRTSCHAFT AN DER UNIVERSITÄT KIEL (IFW), INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG HALLE (IWH), Die wirtschaftliche Lage Rußlands – Systemtransformation auf dem Rückzug? Zweiter Bericht. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionsbeiträge, 208/209, Mai 1993.
- DÖPKE, Jörg, Klaus-Jürgen GERN, „Indikatoren für die konjunkturellen Wirkungen der Geldpolitik – Evidenz aus sechs großen Industrieländern“. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Arbeitspapiere, 593, 1993.
- HALLMAN, Jeffrey J., Richard D. PORTER, David H. SMALL, „Is the Price Level Tied to the M2 Monetary Aggregate in the Long Run?“. The American Economic Review, Vol. 81, 1991, S. 841–858.

- HSIAO, Cheng, „Causality Tests in Econometrics“. *Journal of Economic Dynamics and Control*, Vol. 1, 1979, S. 305–346.
- KOMMISSION DER EUROPÄISCHEN GEMEINSCHAFTEN (Kommission), *Europäische Wirtschaft*. Beiheft A, Nr. 6/7, Juni/Juli 1993.
- KRÄMER, Jörg W., Enno LANGFELDT, „Die Zinsstruktur als Frühindikator für die westdeutsche Konjunktur“. *Die Weltwirtschaft*, 1993, S. 34–42.
- LAURENT, Robert D., „An Interest-based Indicator of Monetary Policy“. *Economic Perspectives*, Vol. 12, 1988, S. 3–14.
- OECD [a], *Economic Outlook*. Paris, Juni 1993.
- [b], *Main Economic Indicators*. Paris, August 1993.
- [c], *Quarterly National Accounts*, Nr. 2. Paris 1993.
- PLANECON, *PlanEcon Report*. Washington, versch. Ausgaben.
- REIMERS, Hans-Eggert, Karl-Heinz TÖDTER, „P-Star as a Link Between Money and Prices in Germany“. *Deutsche Bundesbank, Diskussionspapier*, März 1993.
- RUNKLE, David E., „A Bleak Outlook for the U.S. Economy“. *Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review*, Vol. 15, 1991, Nr. 4, S. 18–25.
- SCHEIDE, Joachim, „On Real and Monetary Causes for Business Cycles in West Germany“. *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, Vol. 125, 1989, S. 583–595.
- SCHEIDE, Joachim, Stefan SINN, „How Strong Is the Case for International Coordination?“. In: James A. DORN, William A. NISKANEN (Eds.), *Dollars, Deficits, and Trade*. Boston 1989, S. 397–422.
- SÜDDEUTSCHE ZEITUNG, „High Noon um zwei Uhr nachts“. In: *Deutsche Bundesbank, Auszüge aus Presseartikeln*. Frankfurt/M., 1993, Nr. 53, 3. August 1993, S. 2–3.