

Ahnefeld, Adolf; Gutierrez-Camara, José L.; Scheide, Joachim; Walter, Norbert

Article — Digitized Version

Industrieländer: Konjunkturelle Besserung nach expansiver Geldpolitik

Die Weltwirtschaft

Provided in Cooperation with:

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

Suggested Citation: Ahnefeld, Adolf; Gutierrez-Camara, José L.; Scheide, Joachim; Walter, Norbert (1983) : Industrieländer: Konjunkturelle Besserung nach expansiver Geldpolitik, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 1, pp. 1-16

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/3071>

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.

Industrieländer: Konjunkturelle Besserung nach expansiver Geldpolitik

Von Adolf Ahnefeld, José L. Gutierrez-Camara, Joachim Scheide und Norbert Walter

1. Seit Anfang 1983 hat sich die konjunkturelle Lage in den Industrieländern gebessert. Vor allem in den Vereinigten Staaten, in der Bundesrepublik Deutschland und in Großbritannien sind Nachfrage und Produktion deutlich gestiegen. Auch der Welthandel nahm erstmals wieder zu. Daran knüpfen sich Hoffnungen, daß sich eine nachhaltige Erholung in der gesamten Weltwirtschaft durchsetzt und jene Länder mitgezogen werden, die bislang noch keine Auftriebsimpulse verspüren.

2. Die lange Zeit betriebene Stabilisierungspolitik hat die Inflationsraten in den Industrieländern stark verringert. Seit Herbst 1982 steigen die Verbraucherpreise nur noch mit einer Jahresrate von 4 bis 5 vH und damit so langsam wie zuletzt Anfang der siebziger Jahre. Dem Stabilisierungsziel kam man damit einen großen Schritt näher. Angesichts erheblicher Inflexibilitäten war der Preis dafür indes eine schwere Rezession in der Weltwirtschaft. Die Arbeitslosigkeit ist in den meisten Industrieländern gegenwärtig so hoch wie nie zuvor in der Nachkriegszeit.

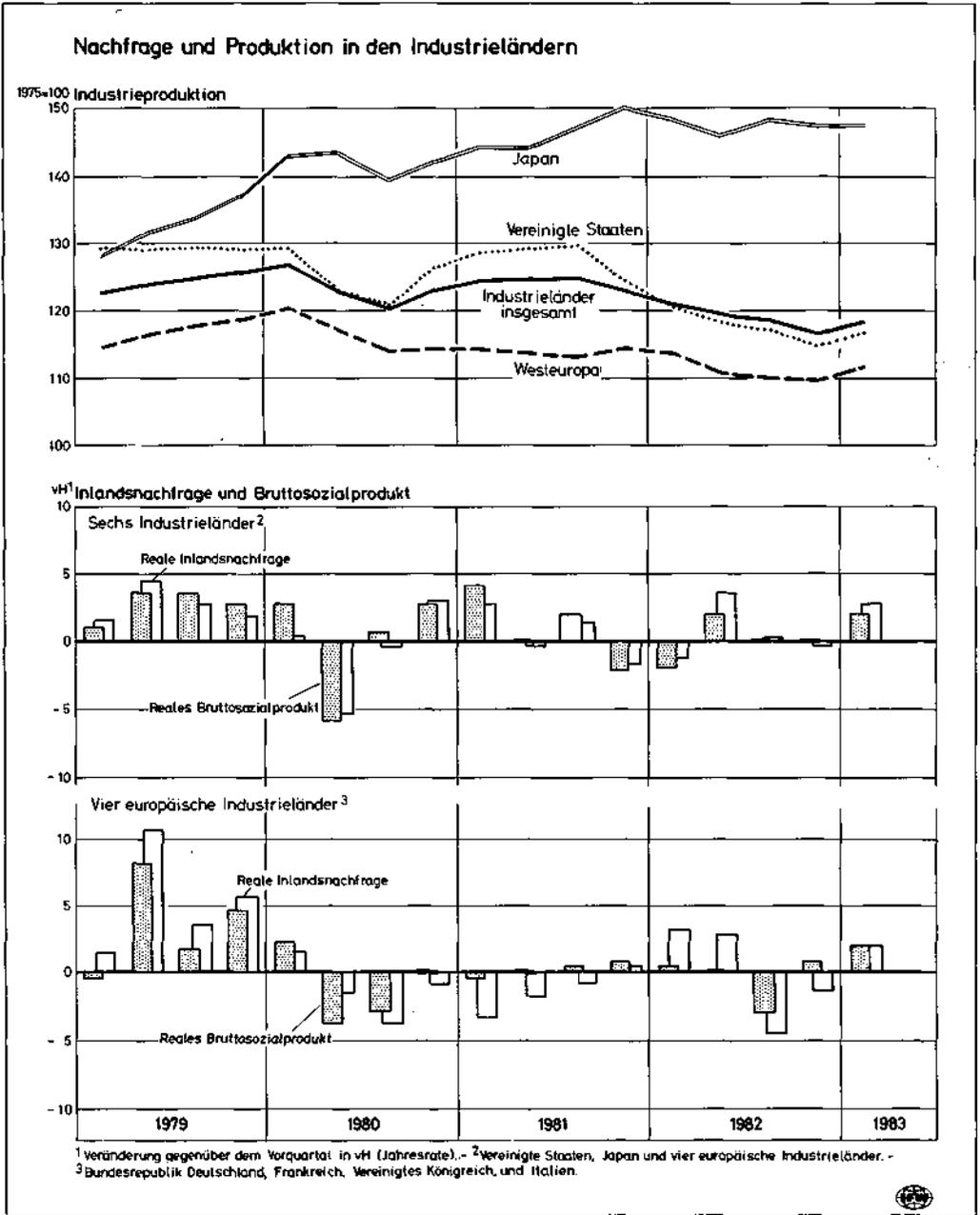
International starke Geldmengenexpansion

3. Die konjunkturelle Erholung folgte einer weltweit kräftigen Expansion der Geldmenge seit dem Sommer 1982, nachdem diese zuvor über drei Jahre überaus knapp gehalten worden war. Angeführt von den Vereinigten Staaten, die die Geldmenge so stark wie schon lange nicht mehr ausweiteten, schwenkten auch die meisten anderen Länder auf eine expansive Geldpolitik ein. Wichtige Ausnahmen bilden Japan, das einen moderaten Kurs beibehielt, und Frankreich, wo die monetäre Expansion gedrosselt wurde, um einer scharfen Abwertung des Franc entgegenzuwirken. In einigen führenden Industrieländern dürften die für dieses Jahr angekündigten Geldmengenziele deutlich überschritten werden, obwohl diese trotz des erklärten Ziels eines weiteren Abbaus der Inflationsraten bereits recht hoch angesetzt worden waren.

4. Der Kurswechsel in der Geldpolitik erscheint im nachhinein als eine konzertierte Aktion wichtiger Notenbanken. Diese reagierten damit offenbar auf die sich zuspitzende Finanzkrise in der Hoffnung, durch niedrigere Zinsen die nationalen wie internationalen Verschuldungsprobleme zu mildern. Die Bereitschaft zur Fortsetzung des Expansionskurses nach der Jahreswende 1982/83 dürfte auch dadurch gefördert worden sein, daß der Rückgang der Inflationsraten durch das Fallen der Ölpreise noch forciert wurde. Mit dieser Wende folgten die Industrieländer faktisch den in der Öffentlichkeit diskutierten Vorschlägen und Forderungen einiger Ökonomen, die in einer expansiveren Politik ähnlich der Lokomotiven-Strategie den Weg zur Überwindung der weltweiten Rezession sehen.

5. Mit der sich verstärkenden Rezession und dem Rückgang der Inflationsraten fielen die Zinsen etwa seit der Jahreswende 1981/82 auf breiter Front. Einen nochmaligen Schub beim Zinsabbau gab es nach dem geldpolitischen Kurswechsel im Sommer 1982, wobei die kurzfristigen Renditen meist stärker fielen als die langfristigen, sich die Zinsstruktur also tendenziell normalisierte. Der zinsenkende Liquiditätseffekt hielt aber nur wenige Monate an. Seit dem Herbst des letzten Jahres stagnieren die Zinsen zumeist. Dies muß indes nicht bedeuten, daß in den Industrieländern der Zinstiefpunkt schon erreicht ist.

Schaubild 1



Die Vereinigten Staaten als Konjunkturlokomotive

6. In den Vereinigten Staaten vollzog sich zum Jahreswechsel 1982/83 die lang erwartete konjunkturelle Wende. Nachdem sich die Nachfrage schon im Herbst 1982 etwas belebt hatte, stieg Anfang 1983 auch die Produktion wieder (Schaubild 1). Die Endnachfrage belebte sich zeitweise so kräftig, daß die Lagerbestände noch weiter abgebaut wurden. Im

Mai 1983 lag die Industrieproduktion um etwa 7 vH höher als Ende 1982. Ein ähnlich starker Anstieg ist bislang in keinem anderen Industrieland zu beobachten. Da gleichzeitig auch die Importe deutlich zunahmten, profitierten von der konjunkturellen Erholung in den Vereinigten Staaten unmittelbar auch die anderen Länder. Bedeutender noch ist aber die Stimmbesserung, die von den Vereinigten Staaten ausstrahlt, weil im größten Industrieland eine überaus lange rezessive Entwicklung endlich gestoppt werden konnte.

7. Die Nachfragebelebung in den Vereinigten Staaten ging in erster Linie von den privaten Haushalten aus, die ihre Ausgaben zu Lasten der Ersparnisbildung deutlich erhöhten. Kräftig expandierte vor allem die Nachfrage nach Wohnbauten und Automobilen. Mit dem erheblichen Zinsrückgang vom Herbst 1982 waren die Zins- und Tilgungsbelastungen einer Neuverschuldung deutlich gesunken. Insgesamt ist die Verschuldungsbereitschaft aber noch schwach. So hat die Nachfragezunahme im Wohnungsbau in den letzten Monaten, in denen die Zinsen nicht weiter sanken, spürbar nachgelassen. Auch die immer noch schwankende Entwicklung des Pkw-Absatzes ist dafür ein Indiz; die Absatzzahlen zogen immer dann kräftig an, wenn Handel und Industrie neue günstige Finanzierungsbedingungen einräumten. Die zuletzt hohen Einzelhandelsumsätze dürften dadurch begünstigt worden sein, daß die privaten Haushalte im Vorgriff auf die Einkommensteuersenkung im Juli mehr kauften.

8. Die Investitionsneigung der Unternehmen zeigt zumeist noch keine Besserungstendenzen. Die Investitionspläne sehen auch nach den jüngsten Erhebungen für 1983 einen weiteren Rückgang der realen Ausgaben vor. So ist denn auch die Produktion von Investitionsgütern bislang noch gedrückt; dies ist freilich für ein so frühes Stadium im Erholungsprozeß nicht ungewöhnlich. Eine spürbare Erhöhung der Investitionsneigung war bislang immer erst dann zu beobachten, wenn die Kapazitätsauslastung deutlich gestiegen war. Aufgrund der noch hohen Zinsen und den damit zusammenhängenden gedämpften Absatzerwartungen ist diesmal, für sich genommen, eher mit einer größeren Verzögerung zu rechnen. Allerdings könnten die Abschreibungserleichterungen und moderate Lohnabschlüsse die Ertragsaussichten positiv beeinflussen. Hilfreich für eine Erholung der Investitionstätigkeit könnte auch werden, daß es den Unternehmen wegen der hohen Aktienkurse gegenwärtig zu günstigen Konditionen möglich ist, ihre Eigenkapitalausstattung zu verbessern.

Zögernde Erholung in Westeuropa

9. In den meisten westeuropäischen Ländern hat sich die konjunkturelle Lage seit Anfang 1983 ebenfalls verbessert. Die Entwicklung verläuft damit nahezu synchron zu jener in den Vereinigten Staaten. Allerdings ist das Ausmaß der Erholung bislang weniger ausgeprägt, wie auch schon die vorangegangene Entwicklung in rezessive Richtung (Schaubild 1). Offensichtlich sind die beharrenden Faktoren in Westeuropa insgesamt weit stärker als in den Vereinigten Staaten.

10. Positive Entwicklungen bei Nachfrage und Produktion gab es bislang vor allem in der Bundesrepublik Deutschland und in Großbritannien. Dagegen überwiegen in Italien und in Frankreich nach wie vor die Abschwungkkräfte. Eine ähnliche zeitliche Abstufung hatte es auch zu Beginn der Rezession gegeben. Die Bundesrepublik und Großbritannien griffen als erste in Westeuropa zu Restriktionsmaßnahmen, Frankreich und Italien hielten sich damit längere Zeit zurück. Dem entspricht gegenwärtig ein deutliches Gefälle in den Preis- und Kostensteigerungen und eine unterschiedliche Bewertung der betreffenden Währungen. Dies wiederum hat – nach altem Muster – zur Folge, daß die preisstabilen und währungsstarken Länder mit Expansionsmaßnahmen vorangehen.

11. Wie in den Vereinigten Staaten wird die Nachfragebelebung, soweit sie in Westeuropa bislang zu konstatieren ist, vor allem von einer höheren Ausgabenneigung der privaten Haushalte getragen; insbesondere die Nachfrage nach Automobilen und Wohnbauten zog teilweise kräftig an. Damit ergab sich eine deutliche Reaktion auf die gesunkenen Zinsen. Die Stärke der Nachfragebelebung in der Bundesrepublik und in Großbritannien erklärt sich aber auch mit einigen Sonderfaktoren: So wurde in der Bundesrepublik die Nachfrage nach Wohnbauten und Investitionsgütern durch Zinssubventionen beziehungsweise Investitionsprämien begünstigt; in Großbritannien wurden die Beschränkungen bei Teilzahlungskrediten abgeschafft mit der Folge, daß die Sparquote der privaten Haushalte stark zurückging.

12. Demgegenüber hat sich das Konsumklima in Frankreich und Italien merklich abgekühlt, nachdem der private Verbrauch 1982 die Gesamtnachfrage noch gestützt hatte. Bremsend wirkt nicht allein, daß die Zinsen bislang nur wenig gesunken sind. Ausschlaggebend ist vielmehr, daß Steuern und Abgaben merklich erhöht, die Löhne aber nicht mehr im Gleichschritt mit der Inflation heraufgesetzt wurden. Damit wurde die Politik der Konsumstimulierung zu Lasten der öffentlichen Haushalte und der Gewinne der Unternehmen aufgegeben, hatte sie doch zu einem Rückgang der öffentlichen und privaten Investitionen geführt.

13. Die Investitionsneigung der Unternehmen ist in den meisten westeuropäischen Ländern weiterhin sehr schwach. Zwar sind die Produktions- und Absatzerwartungen seit Jahresbeginn wieder nach oben gerichtet, Dauer und Intensität der wirtschaftlichen Besserung scheinen aber mit größerer Unsicherheit behaftet zu sein als in früheren Zyklen. Ein Investitionsschub zur Durchsetzung neuer Technologien, der die wirtschaftliche Schwäche überwinden könnte, kündigt sich in den bisher vorliegenden Investitionsplänen nicht an. Auch die öffentlichen Investitionen gingen zumeist bis zuletzt weiter zurück, in einigen Ländern wurden die Investitionsausgaben unter dem Druck der hohen Haushaltsdefizite sogar drastisch gekürzt. Damit trägt der Staat in den meisten Ländern zur Erlahmung der Investitionstätigkeit bei. Allerdings ist er bemüht, die privaten Investitionen durch steuerliche Erleichterungen und durch den Abbau von Regulierungen anzuregen. Diese Maßnahmen allein haben zwar noch keinen Anstieg der Unternehmensinvestitionen bewirken können; freilich dürften sie das Investitionsklima günstig beeinflussen.

14. Die Ausfuhr in Drittländer hat sich zur Jahreswende 1982/83 stabilisiert; von einer exportinduzierten Besserung kann indes nicht gesprochen werden. Zwar stiegen die Exporte in die Vereinigten Staaten wieder etwas an, womit die europäischen Unternehmen von der konjunkturellen Besserung in diesem Land profitieren. Gleichzeitig gingen aber die Ausfuhren in die Entwicklungsländer und in die ölexportierenden Länder weiter zurück.

Japan als Nachzügler

15. Von Japan gehen gegenwärtig kaum nennenswerte Impulse für die Weltwirtschaft aus. Nachdem Nachfrage und Produktion in den ersten beiden Jahren der weltweiten Rezession noch weiter gestiegen waren, überwiegen seit fast einem Jahr Stagnationstendenzen. Zur Schwäche neigt insbesondere die Inlandsnachfrage, seitdem die Notenbank eine weniger expansive Politik verfolgt. Nach wie vor sind die Zinsen relativ hoch, obwohl der Preisanstieg schon seit Anfang 1982 außerordentlich gering ist. Die Industrieproduktion ging seit Mitte 1982 sogar spürbar zurück.

16. Deutlich schwächer expandiert seit einiger Zeit der private Verbrauch; stieg dieser 1982 noch um etwa 4 vH und damit stärker als das Sozialprodukt, so hat sich nun bei weiter

zunehmender Arbeitslosigkeit die Ausgabenneigung deutlich abgeschwächt. Gleichzeitig gingen die privaten Investitionen weiter leicht zurück. Anders als in früheren Abschwungsphasen unternimmt die Regierung nicht den Versuch, die Nachfrage kurzfristig durch umfangreiche Ausgabenprogramme zu stimulieren. Vielmehr überwiegt das Bemühen, die öffentlichen Defizite abzubauen und von daher die Finanzmärkte zu entlasten.

17. Gestützt wird die konjunkturelle Entwicklung seit Jahresbeginn allerdings dadurch, daß die Exporte nach teilweise kräftigen Einbußen im Vorjahr wieder anstiegen. Vor allem auf den Märkten in den Vereinigten Staaten und in einigen westeuropäischen Ländern konnte der Absatz deutlich erhöht werden. Darin spiegelt sich nicht zuletzt die konjunkturelle Besserung in diesen Regionen wider; die Entwicklung von Wechselkursen und Preisen sorgte aber auch für eine günstige Wettbewerbsfähigkeit japanischer Anbieter.

Noch keine Besserung auf dem Arbeitsmarkt

18. Auf dem Arbeitsmarkt hat sich die Lage in den meisten Ländern weiter verschlechtert, wenn auch der Personalabbau in letzter Zeit etwas langsamer voranschritt. Erfahrungsgemäß reagiert die Arbeitslosigkeit erst mit einiger Verzögerung auf eine Erholung der Produktion, besonders in solchen Ländern, wo aufgrund von Kündigungsschutzgesetzen und anderen Regulierungen die Beschäftigungsschwankungen gedämpft werden. Das einzige Land, das bisher schon einen Anstieg der Beschäftigung verzeichnet, sind die Vereinigten Staaten. Allerdings scheint hier der Rückgang der Arbeitslosenquote vorübergehend dadurch überzeichnet, daß die Erwerbsbevölkerung anders als zuvor und untypisch für eine Erholungsphase zurückgegangen ist. In Frankreich haben umfangreiche Beschäftigungsprogramme des Staates bisher den Anstieg der Arbeitslosigkeit aufhalten können.

Wende im Welthandel und bei den Rohstoffpreisen

19. Der Welthandel ist Anfang 1983 erstmals wieder gestiegen, nachdem er im zweiten Halbjahr 1982 noch einmal kräftig gesunken war; im Niveau liegt er aber immer noch niedriger als im Sommer 1982. Gegenwärtig wird der Welthandel vor allem von den Industrieländern gestützt. Dies zeigt sich daran, daß die Importe dieser Länder weitaus stärker gestiegen sind als ihre Exporte. Besonders kräftig war zu Jahresbeginn die Zunahme der amerikanischen Einfuhr.

20. Die ausgeprägten Schwankungen der Importe um die Jahreswende 1982/83 reflektieren vor allem lagerzyklische Bewegungen. Nachdem im Verlauf von 1982 die Aufschwungshoffnungen wiederholt enttäuscht worden waren, wurden die Lagerbestände gegen Jahresende wesentlich vermindert. Seitdem erscheinen diese angesichts der günstigeren Nachfrageentwicklung immer weniger als überhöht. Von einer weltweiten Tendenz, die Bestände wieder aufzustocken, kann allerdings noch nicht gesprochen werden.

21. Von den Importen der Entwicklungsländer und der ölexportierenden Länder gingen bis zuletzt dämpfende Wirkungen auf den Welthandel aus. Internationale Beistandskredite konnten aber verhindern, daß viele hoch verschuldete Entwicklungsländer ihre Importe weiter drastisch einschränken mußten; insofern wurde eine krisenhafte Zuspitzung abgewendet. Die Einfuhrentwicklung scheint sich zu Jahresbeginn stabilisiert zu haben. Dabei wirkte sich auch stützend aus, daß die Ölpreise sanken, während die Preise der übrigen Rohstoffe erstmals wieder anstiegen. Demgegenüber haben die ölexportierenden Länder ihre Importe bis zuletzt weiter verringert, hat sich doch ihre Erlössituation aufgrund der Ölpreissenkung verschlechtert.

22. Die konjunkturelle Erholung in den Industrieländern führte zu deutlichen Reaktionen bei den Preisen für Industrierohstoffe (ohne Erdöl). Seit Herbst 1982, dem Tiefpunkt der Notierungen, stiegen die Preise um 15 bis 20 vH. Nach wie vor sind die Rohstoffpreise aber beträchtlich niedriger als im Jahre 1979. Der zuletzt relativ kräftige Preisanstieg ist nur teilweise mit der Nachfragebelebung zu erklären. Bei einigen Rohstoffen, die im Preis besonders stark anzogen, stieß die Nachfrage auf ein wenig elastisches Angebot, weil die Anbieter als Reaktion auf den Preisverfall in den letzten Jahren ihre Lagerbestände relativ niedrig gehalten und Produktionskapazitäten abgebaut haben.

23. Auch der Druck auf die Ölpreise hat in letzter Zeit spürbar nachgelassen. Die weltweite Ölnachfrage entspricht seit dem Frühjahr etwa der von der OPEC vereinbarten Fördermenge. Dabei stieg die Nachfrage vor allem deshalb, weil die Ölvorräte in den Industrieländern nicht weiter abgebaut wurden. Die offiziellen Ölpreise, die im Frühjahr auf etwa 28 US-\$ je Barrel für „Arabian Light“ ermäßigt worden sind, werden gegenwärtig auf dem freien Ölmarkt kaum noch unterboten. Durch die seither eingetretene Aufwertung des US-\$, der Kontraktwährung auf dem Ölmarkt, haben sich die Terms of Trade der ölexportierenden Länder weniger stark verschlechtert, als es zunächst aufgrund der Ölpreisentwicklung zu erwarten war.

Niedrige Inflationsraten

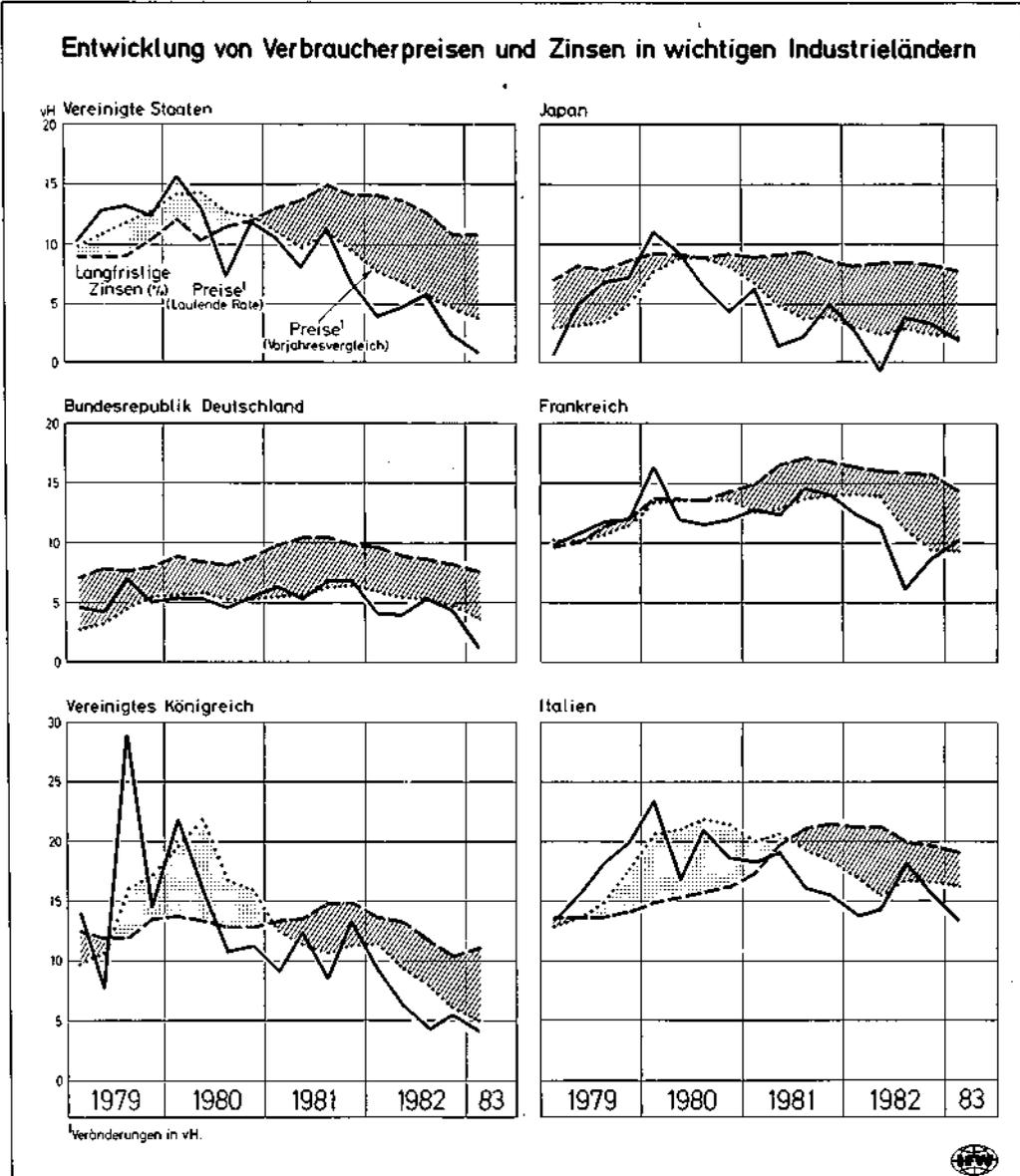
24. Der Preisauftrieb hat sich weltweit stark verlangsamt (Schaubild 2). Für die Industrieländer insgesamt liegt die Inflationsrate, gemessen am laufenden Anstieg der Verbraucherpreise, seit Herbst 1982 nur noch bei 4 bis 5 vH; ein ähnlich moderater Preisanstieg wurde zuletzt Anfang der siebziger Jahre verzeichnet. Diese günstige Entwicklung für die Industrieländer insgesamt resultiert indes vor allem aus den deutlichen Stabilisierungstendenzen in den Vereinigten Staaten, in Japan, der Bundesrepublik Deutschland und in Großbritannien. Die meisten anderen Länder hinken bei der Inflationsberuhigung deutlich nach.

25. Die These, daß sich die hohe Bewertung des amerikanischen Dollar ungünstig auf die Inflationsentwicklung in Westeuropa ausgewirkt hat, ist letztlich kaum haltbar. Zwar trifft es zu, daß sich die zu einem festen Dollarpriß importierten Güter durch die Dollaraufwertung verteuert haben. Dagegen steht aber eine Reihe stabilisierender Einflüsse, die mehr oder weniger eng mit der Dollarstärke zusammenhängen: So waren die westeuropäischen Länder parallel zu den Vereinigten Staaten unerwartet lange auf Stabilisierungskurs geblieben. Auch deshalb waren die in Dollar notierten Rohstoffpreise stark gesunken, und zwar schließlich auch die offiziellen Ölpreise. Ausschlaggebend für die Verzögerung im Stabilisierungsprozeß sind in den meisten Ländern vielmehr interne Gründe. Beleg dafür ist beispielsweise die stark unterschiedliche Preisentwicklung in Japan auf der einen und in Frankreich sowie in Italien auf der anderen Seite. Obwohl sie mit einer etwa gleichen Dollarkursentwicklung konfrontiert waren, kam es letztlich aufgrund der unterschiedlichen Wirtschaftspolitik und Kostenentwicklung zu deutlich voneinander abweichenden Inflationsraten.

Ausblick: Geldpolitik im Dilemma

26. Die konjunkturelle Besserung in den Industrieländern geht entscheidend auf geldpolitische Impulse seit dem Sommer 1982 zurück. Insofern hat sich gezeigt, daß der monetäre Erklärungsansatz für konjunkturelle Prozesse nach wie vor tragfähig ist. Damit hat man für die Vorausschau der Entwicklung von Nachfrage und Produktion in unmittelbarer Zukunft sicherlich ein recht gutes Instrument in der Hand. Was die konjunkturstimulierenden Wir-

Schaubild 2



kungen der bisherigen raschen Geldmengenausweitung anbetrifft, so ist aber festzustellen, daß die Geldpolitik an dem relativ hohen Zinsniveau in den meisten Ländern seit Anfang 1983 nur wenig ändern konnte. Für eine Prognose ist deshalb zu klären, ob Produktion und Preise auf bestimmte geldpolitische Impulse weiterhin entsprechend den historischen Relationen reagieren. Zudem muß abgeschätzt werden, wie sich Geldmenge und Zinsen unter dem Einfluß geldpolitischer Maßnahmen zukünftig weiter entwickeln werden. Beide Problemkreise sind miteinander verwoben, dürften doch die Notenbanken bei ihren Aktionen und Reaktionen zuvor abwägen, welche Wirkungen sie damit erzielen können.

27. In letzter Zeit sind die Zinsen in den Vereinigten Staaten und vielen anderen Ländern sogar wieder etwas gestiegen. Daß der Zinsrückgang im Aufschwung zum Stillstand kommt und von Zinssteigerungen abgelöst wird, ist zwar durchaus normal. Ungewöhnlich ist jedoch, daß die Zinsen derzeit in den meisten Ländern ungleich höher sind als jemals zuvor in ähnlichen Konjunkturphasen und die Zinsversteifung relativ früh nach Durchschreiten der Talsohle einsetzt; angesichts der gerade erst spürbar gewordenen konjunkturellen Besserung kann dies deshalb problematisch sein. Auffällig ist, daß die Zinsen bei einer unerwartet starken Geldmengenexpansion steigen, während früher in solchen Phasen der zinsenkende Liquiditätseffekt dominierte.

28. Als Erklärung für die hohen oder steigenden Zinsen gibt es verschiedene Hypothesen:

- Vielfach wird die Zinsentwicklung mit unverändert hohen oder gar steigenden Inflationserwartungen begründet. Gemäß dieser These hat sich im allgemeinen Urteil der Verdacht einer kausalen Beziehung zwischen Geldmengenexpansion und Preisniveaumentwicklung verdichtet. Danach war auch kaum zu erwarten, daß die Sorge über die geldpolitische Expansion mit dem Hinweis auf verstärkte Innovationen am amerikanischen Finanzmarkt ausgeräumt werden konnte. Die Hoffnung, daß die Finanzmärkte bei annähernder Preisniveaustabilität weniger nervös auf geldpolitische Stimulierungsmanöver reagieren würden, hat sich deshalb nicht erfüllt.
- Häufig wird die Zinsversteifung darauf zurückgeführt, daß auf den Finanzmärkten als Antwort auf die bisher unerwartet starke, die Zielvorgaben weit überschreitende Geldmengenexpansion mit Restriktionsmaßnahmen der Notenbank gerechnet wird, sich die Refinanzierung der Banken also in nächster Zeit verteuern wird. Dieses Argument impliziert, daß es mindestens nicht direkt die Inflationsbefürchtungen auf den Finanzmärkten sind, die die Zinsen hoch halten, sondern die Einschätzung, daß die Notenbank selbst ihre Expansionsanstrengungen inzwischen als zu weitgehend betrachtet. Träfe diese These zu, so könnten die Zinsen weiter sinken, wenn die Notenbank ihre an bestimmten Geldmengenzielen orientierte Politik aufgeben würde. Diese These wäre nur dann überzeugend, wenn es gegenwärtig deutliche Veränderungen in der Zinsstruktur gäbe, das heißt steigende Zinssätze für relativ kurze Fristen, aber eher nachgebende Zinssätze für längere Laufzeiten. Tatsächlich tendierte aber das gesamte Spektrum der Zinsen nach oben.
- Eine weitere These besagt, daß es vor allem die Erwartung anhaltend hoher struktureller Defizite in den Staatshaushalten der meisten Industrieländer und vieler Entwicklungsländer ist, die die Zinsen so hoch hält. Folglich richten sich die Finanzmärkte darauf ein, daß auf absehbare Zeit ein übergroßer Teil der privaten Ersparnis zur Finanzierung solcher Defizite herangezogen wird, wodurch die Entfaltung der privaten Investitionstätigkeit entscheidend behindert werden könne. Zinstreibend wirke dabei vor allem, daß die Regierungen mit den aufgenommenen Krediten vor allem Konsumansprüche finanzierten und deshalb verstärkt Zweifel an der Bonität öffentlicher Kreditnehmer entstünden.

29. Welche Hypothese auch zutreffen mag, in jedem Fall stellen Kapitalanbieter und Finanzintermediäre heute ein höheres Zinssteigerungsrisiko in Rechnung als vorher. Dazu neigen sie um so stärker, je mehr sie selbst aufgrund vergangener Fehldispositionen erhebliche Rentabilitäts- und Liquiditätsprobleme haben. Die Finanzmärkte sind deshalb nicht, wie vielfach behauptet wird, funktionsunfähig; im Gegenteil, sie setzten die Vielzahl von belastenden Faktoren durchaus zuverlässig in Marktpreise um. Dies dürfte die Wirksamkeit der Geldpolitik zwar nicht insgesamt in Frage stellen, wohl aber die kurzfristigen Produktionseffekte mindern. Soll auf sinkende Zinsen hingewirkt werden, sind deshalb wirtschaftspolitische Weichenstellungen und einzelwirtschaftliche Anpassungen erforderlich, die die virulenten Risiken einschränken.

30. Bei der gegenwärtigen Konstellation der Finanzmärkte scheint eine weiterhin starke Geldmengenausweitung ungeeignet zu sein, die Zinsen nachhaltig zu senken. Damit ist das Potential der Geldpolitik für eine Stimulierung des Aufschwungs fürs erste erschöpft. Wollen die Notenbanken die wirtschaftliche Besserung nicht stören, müssen sie sehr behutsam vorgehen: Sie müssen glaubhaft machen, daß der Verdacht, die Geldpolitik begünstige die Inflation, unbegründet ist. Dabei müssen sie aber abrupte Bremsmanöver vermeiden. Diese würden die Vertrauensbildung kaum fördern, mit der Folge, daß die erhoffte Beruhigung auf den Finanzmärkten nicht eintritt und deshalb mögliche Zinssenkungen behindert werden. Dies wiederum würde wie üblich dazu führen, daß Nachfrage und Produktion deutliche Bremsspuren zeigen und folglich die ohnehin hohen Kreditrisiken noch weniger kalkulierbar werden.

31. Die jüngsten Äußerungen der Notenbanken geben keine klare Auskunft darüber, wie sich die monetäre Expansion künftig entwickeln wird. Sie bekräftigen indes die Vermutung, daß eine weitere Lockerung nicht ansteht. Über den Grad der erwarteten monetären Dämpfung gibt es keine Informationen. Vielfach wird er abhängig gemacht von der Einschätzung der weiteren konjunkturellen Entwicklung. Insgesamt scheint die Erwartung angebracht zu sein, daß die Notenbanken scharfe Kehrtmanöver in ihrer Politik, die in den letzten Jahren nicht selten zu beobachten waren, zu vermeiden versuchen.

32. Von Bedeutung für die Weltwirtschaft ist dabei vor allem, daß die amerikanische Notenbank solche Absichten hegt. Die geldpolitische Linie anderer Länder wird auch weiterhin von den Vereinigten Staaten entscheidend geprägt werden; denn außer der Leistungsbilanzentwicklung spricht wenig dafür, daß sich an der starken Position des Dollar in nächster Zeit, in der die Zinsen in den Vereinigten Staaten hoch bleiben dürften, etwas Wesentliches ändern wird. Auch gibt es keine Anzeichen dafür, daß die westeuropäischen Länder und Japan zukünftig eine Schwächung ihrer Währungen zulassen wollen. Überaus eindringlich sind die Erfahrungen, die Frankreich machen mußte, nachdem es mit Expansionsmaßnahmen vorgeprescht war; der unvermeidliche Abwertungsdruck hat die französische Regierung inzwischen zu einem Kurswechsel in restriktive Richtung veranlaßt.

Expansive Politik löst Verschuldungsprobleme nicht

33. Ein wichtiges Motiv für die starke Lockerung der Geldpolitik war, eine weitere Zuspitzung der Verschuldungsprobleme – national wie international – verhindern zu wollen. Man befürchtete, daß eine fortgesetzt sinkende Nachfrage in den Industrieländern die Erlössituation insbesondere der Entwicklungsländer weiter verschlechtert und möglicherweise zu einer Kettenreaktion bei Kreditausfällen geführt hätte. An der Vorstellung, daß die Zuführung von Liquidität die Probleme spürbar entschärft, sind jedoch Zweifel angebracht.

34. Positiv für die verschuldeten Entwicklungsländer wirkt zunächst, daß sich deren Exporterlöse infolge der Nachfragebelebung in den Industrieländern weniger ungünstig entwickeln. In der Tat hat es beim Welthandel und bei Rohstoffpreisen in den letzten Monaten eine Wende gegeben. Günstig ist dabei auch, daß die meisten Rohstoffe in Dollar fakturiert werden. Der hohe Kurs der amerikanischen Währung bringt somit auch diesen Ländern auf kurze Sicht eine Verbesserung ihrer Terms of Trade. Allerdings steht diesem Effekt entgegen, daß die verstärkte Geldmengenexpansion in den Industrieländern zuletzt eher von steigenden Zinsen begleitet war und deshalb erwartet werden muß, daß die interne Nachfrageexpansion gedämpft wird. Dies wäre erst recht dann der Fall, wenn die westeuropäischen Länder wegen des starken Dollar zu einer restriktiven Geldpolitik zurückkehren.

35. Entscheidend für die Verschuldungsproblematik ist, daß es der Geldpolitik offensichtlich nicht mehr wie früher gelingt, die Realzinsen deutlich zu senken. Somit hat sich trotz gesunkener Nominalzinsen an der effektiven Belastung der Schuldner nichts geändert. Sie sind nach wie vor gezwungen, mit den durch Kredit finanzierten Investitionen der Vergangenheit eine hohe reale Rendite zu erzielen, um den Schuldendienst zu leisten. An dieser Fähigkeit bestehen aber heute ebenso wie im Tiefpunkt der weltweiten Rezession erhebliche Zweifel. Wenn ein wesentliches Argument für die weltweit hohen Zinsen hohe Inflationserwartungen sind, dann ist nicht damit zu rechnen, daß die Zinsbelastung selbst bei einer forcierten Geldmengenexpansion vermindert wird. Denn eine Beschleunigung der Inflation würde zu einem Anstieg auch der kurzfristigen Zinsen führen, der Zinsen also, die für diese Länder als Folge der immer wieder notwendigen Umschuldung an Bedeutung gewonnen haben.

Finanzpolitik erschwert wirtschaftliche Besserung

36. In der Finanzpolitik wird in den meisten Ländern ein deutlich anderer Kurs gesteuert als nach der Rezession Mitte der siebziger Jahre. Setzte man damals auf eine globale expansive Nachfragepolitik, so überwiegt diesmal die Meinung, daß die Defizite in den öffentlichen Haushalten heruntergefahren werden müssen, weil in ihnen ein wesentlicher Grund für die immer noch hohen Zinsen gesehen wird. In vielen Ländern sind Steuer- und Abgabesätze erhöht worden, um die Defizite abzubauen, da bei den herrschenden hohen Zinssätzen ein Aufschwung, der die Steuereinnahmen endogen stärker steigen lassen würde, nicht erwartet wird.

37. Wie die meisten europäischen Länder und Japan sucht nun auch Frankreich sein Heil in einer Politik der Defizitverringering. Nachdem die Regierung nach der Wahl zunächst versucht hatte, über eine starke Ausweitung der Transferzahlungen und eine kräftige Anhebung der Mindestlöhne den privaten Konsum und damit – über erwartete Multiplikatoreffekte – die Gesamtnachfrage zu stimulieren, sind seit dem Vorjahr Steuern und Abgaben für die privaten Haushalte spürbar erhöht worden. Anlaß dazu gab, daß die französischen Unternehmen vor allem innerhalb Westeuropas spürbar an Wettbewerbsfähigkeit verloren und starke Zinssteigerungen, aber auch vielfältige staatliche Interventionen die private Investitionsneigung beeinträchtigt hatten.

38. Überaus schwer ist zu beurteilen, welche Wirkungen von der amerikanischen Finanzpolitik ausgehen. Das Regierungskonzept sah vor, die Steuerbelastung für private Haushalte und Unternehmen zu senken, um die Leistungsbereitschaft, das Wachstum und damit die Steuereinnahmen selbst zu erhöhen. Gleichzeitig sollten die Sozialausgaben gesenkt werden, so daß selbst bei deutlich erhöhten Verteidigungsausgaben der Bundeshaushalt in nur wenigen Jahren ausgeglichen sein würde.

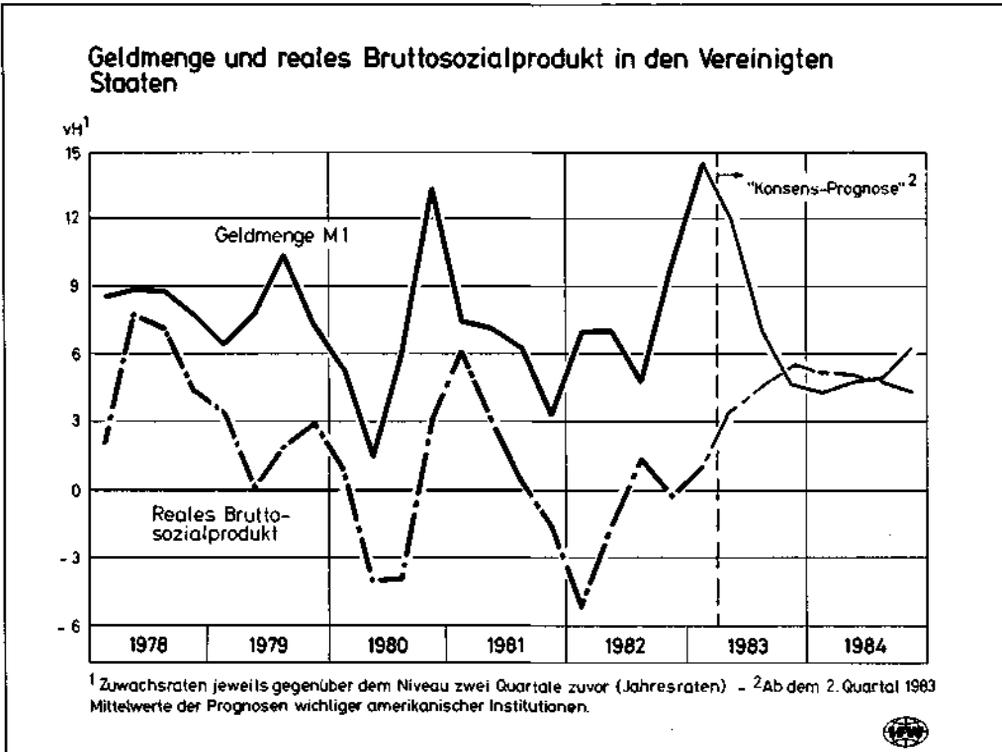
Daß die erhoffte stimulierende Wirkung der Finanzpolitik bislang ausblieb, wird zumeist mit den hohen Zinsen auf den Finanzmärkten begründet. Die Finanzmarktreaktionen wiederum führten dazu, daß das ursprüngliche finanzpolitische Konzept mehr und mehr verwässert wurde. In dem Maße, wie Einsparungen bei den Transferzahlungen, aber auch bei den Verteidigungsausgaben nicht durchgesetzt werden konnten, wurde der Ausweg in Steuererhöhungen gesucht; deshalb wird die Staatsquote in den nächsten Jahren nicht wie geplant spürbar zurückgeführt.

Wirtschaftspolitische Impulse verlieren an Kraft

39. Wenn die meisten Konjunkturforscher für die Weltwirtschaft eine fortschreitende konjunkturelle Besserung prognostizieren und dabei beispielsweise für die Vereinigten Staaten einen Anstieg des realen Sozialprodukts von nicht weniger als 4 vH im Jahre 1984 erwarten, so basiert dies auf der Annahme, daß die Zinsen weiter sinken; nur dann könne erwartet werden, daß der private Verbrauch und der Wohnungsbau weiter zügig expandieren. Diese Prognosen werden durch die gegenwärtige Zinsentwicklung in Frage gestellt. Dagegen stört es in den meisten Prognosemodellen nicht, daß die Geldmenge im weiteren Jahresverlauf erheblich langsamer expandieren soll.

40. Stellt man jedoch in Rechnung, daß bislang ein recht enger Zusammenhang zwischen laufender Geldmengenexpansion und nachfolgender Entwicklung von Nachfrage und Produktion bestand, und zwar auch für die Vereinigten Staaten (Schaubild 3), so steuern die Industrieländer auf eine konjunkturelle Abschwächung zu; dann nämlich, wenn die Notenbanken eine Kurskorrektur durchführen, nachdem sie die Geldmenge bislang so unerwartet stark expandieren ließen. Zeitpunkt und Ausmaß der Abschwächung sind indes offen, solange nicht bekannt ist, wann und wie stark die Geldmengenexpansion gebremst wird. Es scheinen aber nicht nur marginale Rückwirkungen wahrscheinlich, wenn die Notenbanken, wie vielfach angedeutet wurde, etwa eine Halbierung der laufenden Expansionsraten der Geldmenge gegenüber der Entwicklung im letzten Halbjahr anstreben und durchsetzen würden, wobei die Geldmenge am Jahresende in diesem Fall immer noch beträchtlich über dem verkündeten Zielkorridor läge. Die negativen Nachfrage- und Produktionswirkungen könnten indes dadurch gemildert werden, daß gerade wegen des Einschwenkens der Geldpo-

Schaubild 3



litik auf einen stabilitätsorientierten Kurs viele jener Faktoren wegfallen könnten, die bislang das Zinsniveau so hoch halten. Käme es allerdings zu schärferen Restriktionsmaßnahmen, so könnten die Liquiditätseffekte die Zinsen zeitweilig kräftig ansteigen lassen, mit entsprechend stärkeren Rückwirkungen auf Nachfrage und Produktion.

41. Der Konjunkturverlauf wird auf absehbare Zeit nahezu ausschließlich durch die internen Kräfte in den Industrieländern geprägt. Entwicklungsländer und ölexportierende Länder dürften in den nächsten Jahren nicht in der Lage sein, der Weltwirtschaft Impulse zu geben. Da diese Länder wegen ihrer angespannten Finanzlage ehrgeizige Entwicklungspläne, finanziert durch eine neue, starke internationale Kreditaufnahme, kaum in Angriff nehmen werden, können sie ihre Nachfrage nach Industriegütern mehr oder weniger nur in dem Maße ausweiten, wie ihre Einnahmen vor allem aus dem Verkauf von Rohstoffen steigen. Damit werden sie vorerst Nachzügler in der internationalen Wirtschaftsentwicklung sein.

42. Der Anstieg des realen Sozialprodukts in den Industrieländern insgesamt wird 1983 und 1984 mit etwa 1,5 und 2,5 vH relativ schwach ausfallen (Tabelle 1). Am besten werden dabei Japan und die Vereinigten Staaten abschneiden, während sich die konjunkturelle Lage insbesondere in Frankreich und Italien erst verzögert bessern wird. Bei dieser Entwicklung wird die Arbeitslosigkeit in vielen Ländern bis ins Jahr 1984 hinein weiter steigen. Lediglich in den Vereinigten Staaten, wo es zu nennenswerten Lohnanpassungen kam, dürfte die Beschäftigung etwas ansteigen. Der Preisauftrieb dürfte zumeist gedämpft bleiben, wenn auch nicht mehr ganz so niedrig wie am Tiefpunkt der weltweiten Rezession. Bei der insgesamt schwachen Konjunktur werden die Versuche, stärkere Preisanhebungen durchzu-

Tabelle 1 - Reales Bruttosozialprodukt und Verbraucherpreise 1982-1984
- Veränderung gegenüber dem Vorjahr in vH -

| Region/Land | Gewicht ¹ | Reales Bruttosozialprodukt | | | Verbraucherpreise | | |
|---------------------------------|----------------------|----------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| | | 1982 | 1983 ² | 1984 ² | 1982 | 1983 ² | 1984 ² |
| Industrieländer insgesamt | 100,0 | -0,5 | 1,5 | 2,5 | 7,0 | 4,5 | 5 |
| Vereinigte Staaten | 41,1 | -1,7 | 2,5 | 2,5 | 6,1 | 3,5 | 5 |
| Kanada | 4,0 | -4,8 | 2 | 2,5 | 10,8 | 6,5 | 6 |
| Japan | 16,1 | 3,0 | 3 | 3,5 | 2,7 | 2 | 2,5 |
| Westeuropa | 38,8 | 0 | 0,5 | 2 | 9,2 | 7 | 6 |
| Bundesrepublik | | | | | | | |
| Deutschland | 9,8 | -1,1 | 0,5 | 2 | 5,3 | 3 | 2,5 |
| Frankreich | 8,1 | 1,9 | -0,5 | 1 | 11,7 | 9,5 | 8 |
| Vereinigtes Königreich .. | 7,1 | 1,0 | 2 | 2 | 8,6 | 4,5 | 5 |
| Italien | 5,0 | -0,3 | -1 | 1,5 | 16,6 | 16 | 13 |
| Niederlande | 2,0 | -1,5 | 0 | 1,5 | 6,0 | 2,5 | 2,5 |
| Schweden | 1,6 | -0,5 | 0,5 | 2 | 8,6 | 8 | 7 |
| Belgien | 1,4 | -1,2 | -0,5 | 1,5 | 8,7 | 7 | 5,5 |
| Schweiz | 1,3 | -1,3 | 0 | 2 | 5,7 | 4 | 3 |
| Österreich | 0,9 | 1,1 | 1 | 2 | 5,4 | 3 | 3 |
| Dänemark | 0,8 | 1,8 | 1 | 1,5 | 10,4 | 7,5 | 6 |
| Norwegen | 0,8 | 0,5 | 0,5 | 1,5 | 11,3 | 8,5 | 6,5 |

¹ Gewichtung gemäß Bruttosozialprodukt von 1981 zu laufenden Preisen und Wechselkursen. - ² Geschätzt.

Quelle: OECD, Main Economic Indicators, Paris, Mai 1983. - Eigene Schätzungen.

setzen, wenig erfolgreich sein. Damit werden die auf den Finanzmärkten gegenwärtig vielfach gehegten Inflationsbefürchtungen vermutlich nicht eintreffen, möglicherweise gerade wegen der frühzeitigen allergischen Reaktion der Finanzmärkte auf eine im Ansatz inflationsträchtige Politik und der damit erzwungenen Kurskorrektur in der Geldpolitik.

Sicherung des Aufschwungs durch internationale Koordination?

43. In dem Ziel, die Beschäftigung nachhaltig zu erhöhen und die Inflationsrate zu senken, sind sich alle wichtigen Industrieländer einig. Darüber jedoch, wie dies erreicht werden kann, gibt es nicht nur zwischen Ökonomen, sondern auch zwischen den einzelnen Regierungen erhebliche Meinungsunterschiede. So enthält denn auch die Erklärung vom Wirtschaftsgipfel in Williamsburg wenig Konkretes über eine einheitliche wirtschaftspolitische Strategie.

44. Diejenigen, die den Ausweg aus der Rezession in einer koordinierten Politik der Industrieländer sehen, fordern konkret eine expansive Wirtschaftspolitik von denjenigen Staaten, die in der Inflationsbekämpfung bisher überdurchschnittliche Erfolge erzielt haben. So wird unterstellt, daß vor allem die Vereinigten Staaten, die Bundesrepublik Deutschland, Japan und Großbritannien in der Lage seien, die Geldmenge stärker auszudehnen und – mit der Ausnahme der Vereinigten Staaten – die Staatsausgaben weiter zu erhöhen. Bei dieser Neuauflage der Lokomotiven-Strategie wird erneut von der Diagnose ausgegangen, daß vor allem zusätzliche Nachfrage zu schaffen sei, um das Beschäftigungsproblem zu lösen. Das weltweit hohe Zinsniveau sei vor allem Folge der zu restriktiven Geldpolitik, der hohen Haushaltsdefizite in den Vereinigten Staaten und der Verschuldungsprobleme einiger Entwicklungsländer. Diese Elemente würden durch eine expansive Geldpolitik entscheidend an Gewicht verlieren, so daß die Zinsen weltweit zurückgehen könnten und eine anhaltende Erholung eingeleitet würde.

45. Sowohl hinsichtlich der Diagnose als auch der Erfolgsaussichten der propagierten Politik sind jedoch Zweifel angebracht. Eine expansivere Geldpolitik würde nur dann zu einem Rückgang der Zinsen führen, wenn Liquidität knapp wäre. Tatsächlich ist aber der Zinsrückgang in jüngster Zeit trotz massiver Geldmengenausweitung ins Stocken geraten. Sofern dies dafür spricht, daß die expansive Geldpolitik eine weitere Inflationsberuhigung bereits zweifelhaft erscheinen läßt, verfehlt eine noch stärkere Liquiditätsausweitung vermutlich das Ziel, die Zinsen spürbar zu senken. Wenn ferner in dem hohen amerikanischen Haushaltsdefizit ein Grund für die hohen Zinsen gesehen wird, ist es inkonsistent, von anderen Ländern einen stärkeren Anstieg der Staatsausgaben und somit ein größeres Defizit zu fordern, zumal der Finanzmarkt weltweit integriert ist und es somit auf das Verhältnis von Gesamtnachfrage zum bestehenden Kapitalangebot ankommt. In den angesprochenen Ländern ist die Skepsis gegenüber einer höheren Staatsverschuldung sicherlich nicht viel weniger verbreitet als in den Vereinigten Staaten. Gegen die Effizienz der expansiven Politik im internationalen Rahmen sprechen daher prinzipiell die gleichen Argumente wie im nationalen Bereich.

46. Mit dem Ruf nach einer international abgestimmten Strategie werden auch die Zuständigkeiten der einzelnen Politikbereiche für die jeweiligen wirtschaftspolitischen Ziele in Frage gestellt. Nachdem in den siebziger Jahren der Staat die Unternehmen und Gewerkschaften weitgehend aus der Verantwortung für das Beschäftigungsziel entlassen hat, wird die Verantwortlichkeit jetzt noch auf das Ausland übertragen. Gegenwärtig kommt es darauf an, Anpassungen der relativen Preise vorzunehmen. Diese können nicht durch eine expansive Geldpolitik – im Inland oder im Ausland – überspielt werden. Die komparativen Vorteile für das Ziel, die Arbeitslosigkeit abzubauen, liegen daher bei den sozialen Gruppen im Inland.

47. Gerade weil die Anpassungsprobleme, aber auch die Anpassungsbereitschaft von Land zu Land verschieden sind, ist das System flexibler Wechselkurse ohne Alternative. Für das Ziel, die Inflation zu bekämpfen, gab es zu Beginn der achtziger Jahre zum Beispiel in den Vereinigten Staaten und Großbritannien eine weit größere Unterstützung als etwa in Frankreich und Italien. Hätte man in dieser Zeit feste Wechselkurse gehabt, so wären diese nur mit immensen Interventionen zu verteidigen gewesen. Dies hätte aber in den weniger stabilitätsorientierten Ländern zu einem wesentlich schärferen Restriktionskurs geführt, als es offensichtlich mit den internen Prioritäten vereinbar ist. Solange die wirtschaftspolitischen Prioritäten verschieden sind, sind flexible Wechselkurse unerlässlich. Die Alternative wäre, daß alle Staaten die Dominanz eines Landes oder mehrerer Länder akzeptieren. Die Bereitschaft dazu scheint aber gegenwärtig eben wegen der unterschiedlichen internen Probleme nicht gegeben.

48. Wenn einzelne Länder, wie es auch auf dem Wirtschaftsgipfel in Williamsburg der Fall war, die allzu hektischen Ausschläge der Wechselkurse beklagen, so muß diese Kritik gemessen werden an dem, was ein Wechselkurssystem leisten kann. Die scheinbare Instabilität beruht nicht zuletzt darauf, daß die Devisenmärkte – wie auch alle übrigen Finanzmärkte – widersprüchliche und rasch wechselnde Signale von der Wirtschaftspolitik erhalten. Dies trifft in letzter Zeit vor allem für die Geldpolitik zu. Es ist nicht zu erwarten, daß die Wechselkurse ruhiger verlaufen als die sie bestimmenden Faktoren.

49. Vor diesem Hintergrund ist es letztlich zu begrüßen, daß der Wirtschaftsgipfel sowohl hinsichtlich der internationalen Koordination der Wirtschaftspolitik als auch des Bestrebens nach einem System fester Wechselkurse zu keinen konkreten Beschlüssen geführt hat. Der einzige Bereich, für den Maßnahmen hätten eingeleitet werden sollen, ist der Abbau des Protektionismus. Hier fehlt es aber ebenfalls an Beschlüssen, obgleich sich Betreiber und Betroffene protektionistischer Maßnahmen gegenübermaßen und ein Abbau der Handelsbeschränkungen – wie auch in der Erklärung von allen Teilnehmern bekundet – für alle von unmittelbarem Vorteil gewesen wäre. Auch an den Beschränkungen gegenüber Drittländern hat sich konkret nichts geändert. Daher ist besonders zu beklagen, daß von den verschuldeten Entwicklungsländern einerseits erwartet wird, daß diese ihren Zins- und Tilgungsverpflichtungen nachkommen, andererseits aber der Zugang zu den Märkten der Industrieländer zunehmend erschwert wird.

50. Gegenstand zukünftiger Gipfeltreffen kann nur sein, daß sich die beteiligten Länder gegenseitig darin ermuntern, auf dem Weg einer marktwirtschaftlichen Neuorientierung der Wirtschaftspolitik voranzukommen. Anders als bisher sollten also nicht so sehr Probleme der Nachfragepolitik diskutiert, sondern vielmehr ordnungspolitische Weichenstellungen zur Förderung der Anpassungsfähigkeit vereinbart werden. Dabei kann der Zweck nicht sein, von anderen etwas zu verlangen, was man selbst nicht leisten will oder kann; denn dies wäre an sich schon wieder ein Verstoß gegen einen prinzipiell marktwirtschaftlich orientierten Kurs in der Weltwirtschaft.

SUMMARY

Industrial Countries: Upturn After Monetary Stimulus

Since the beginning of 1983, the economic situation in the Western industrialized countries has brightened up for the first time after a three-year recession. Some countries, especially the United States, the United Kingdom and West Germany, exhibit a marked increase of demand and production. World trade has picked up, too. This development raises hopes that a sustained worldwide recovery has finally begun, and that those countries which have not yet felt positive impulses will also be pulled in its wake.

This recovery follows the strong monetary stimuli occurring since the summer of 1982. Led by the United States, where the money supply has been growing much faster than in most of the post-war history, several other central banks switched to an expansionary course. Obviously, the monetary authorities reacted to the growing fear of a major financial crisis, hoping to ease the national and international debt problems by lowering interest rates. Their willingness to continue this policy even after the end of 1982 was probably supported by the rapid fall of oil prices, which fostered the decline of inflation rates. In fact, consumer prices in industrial countries have on average increased by only 4 to 5 per cent (annual rate), which is the lowest advance since the early seventies. With this policy of coordinated monetary expansion the industrial countries actually followed the recommendations of some economists, who are propagating a new locomotive strategy to promote an international recovery.

After the end of 1982, the monetary expansion did not lead to lower interest rates. Whether the reasons are high inflationary expectations, the fear of imminent monetary restrictions or crowding-out problems due to high structural public deficits, in any case the suppliers of capital as well as financial intermediaries are now demanding a higher risk premium in interest rates. They tend more strongly to such action the more their decisions in the past have led to their present profit or liquidity problems. This downward inertia of interest rates does not mean, however, that financial markets are not functioning; on the contrary, they translate a variety of risks into market prices. Therefore, a sustained decline of interest rates can only be brought about by a reliable economic policy and individual adjustments which improve the downward flexibility of cost factors in an uncertain world. Given the present awareness in financial markets, a continued strong monetary expansion would be counter-productive.

In recent months, central banks have repeatedly pointed out the need for a less expansionary monetary policy. Given that the relationship between monetary expansion and economic activity still applies, such a policy shift would indicate a cyclical slow-down. The timing and degree of this slow-down in activity are still uncertain since they are closely knitted to the timing and degree of presumable deceleration in money supply growth. For example, a reduction by half of the money supply growth compared to the last six months would have a considerable dampening impact upon the economy. However, these adverse effects on production and demand could be limited because a monetary policy more oriented towards stability would remove a good many of the factors underlying the presently high interest rates.

The economic outlook will be determined in the foreseeable future almost exclusively by the domestic demand in the industrialized countries. Developing and oil exporting countries will not be able to stimulate the world economy in the next few years due to the present overindebtedness which will prevent them from carrying out ambitious development plans.

Their demand for imports will just about keep step with the revenues from their raw materials exports, causing them to lag behind the industrialized countries.

The average growth in real GNP for the industrialized countries will turn out to be rather weak, namely around 1.5 and 2.5 per cent for 1983 and 1984, respectively. Japan and the United States will come out best, whereas production in France and Italy will only start increasing after a considerable lag. Unemployment will continue to increase in most countries well into 1984. An exception will be the United States, where employment is likely to increase somewhat due to the sizeable wage cuts agreed upon. Inflation might remain mostly subdued although not as low as during the recent trough of world recession. Attempts to increase prices will hardly be successful in the weak economy. The widely entertained fears of inflation might then presumably not become reality, owing probably to the early reaction of the financial markets to an inflationary policy and to the resulting action by monetary authorities, who would be forced to return to a course oriented towards price stability.