

Ahnefeld, Adolf; Grimm, Doris E.; Scheide, Joachim; Walter, Norbert

Article — Digitized Version

Industrieländer: Länger anhaltende Konjunkturflaute ?

Die Weltwirtschaft

Provided in Cooperation with:

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

Suggested Citation: Ahnefeld, Adolf; Grimm, Doris E.; Scheide, Joachim; Walter, Norbert (1985) :
Industrieländer: Länger anhaltende Konjunkturflaute ?, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652,
Springer, Heidelberg, Iss. 1, pp. 1-22

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/3072>

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: Länger anhaltende Konjunkturflaute?

Von Adolf Ahnefeld, Doris Grimm, Joachim Scheide und Norbert Walter

1. Nach zweijährigem Aufschwung hat sich das Expansionstempo in den Industrieländern deutlich verlangsamt. Im ersten Halbjahr 1985 ist die Auslastung des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotentials weltweit wieder etwas gesunken. Ausschlaggebend dafür war, daß die Auftriebskräfte in den Vereinigten Staaten nicht mehr so stark waren wie 1983/84. Damit verringerten sich auch die Impulse, die von der amerikanischen Wirtschaft auf die übrige Welt ausgingen. Die japanischen und europäischen Binnenmärkte expandierten weiterhin nur verhalten. In kaum einem Land ist die Arbeitslosigkeit gesunken.

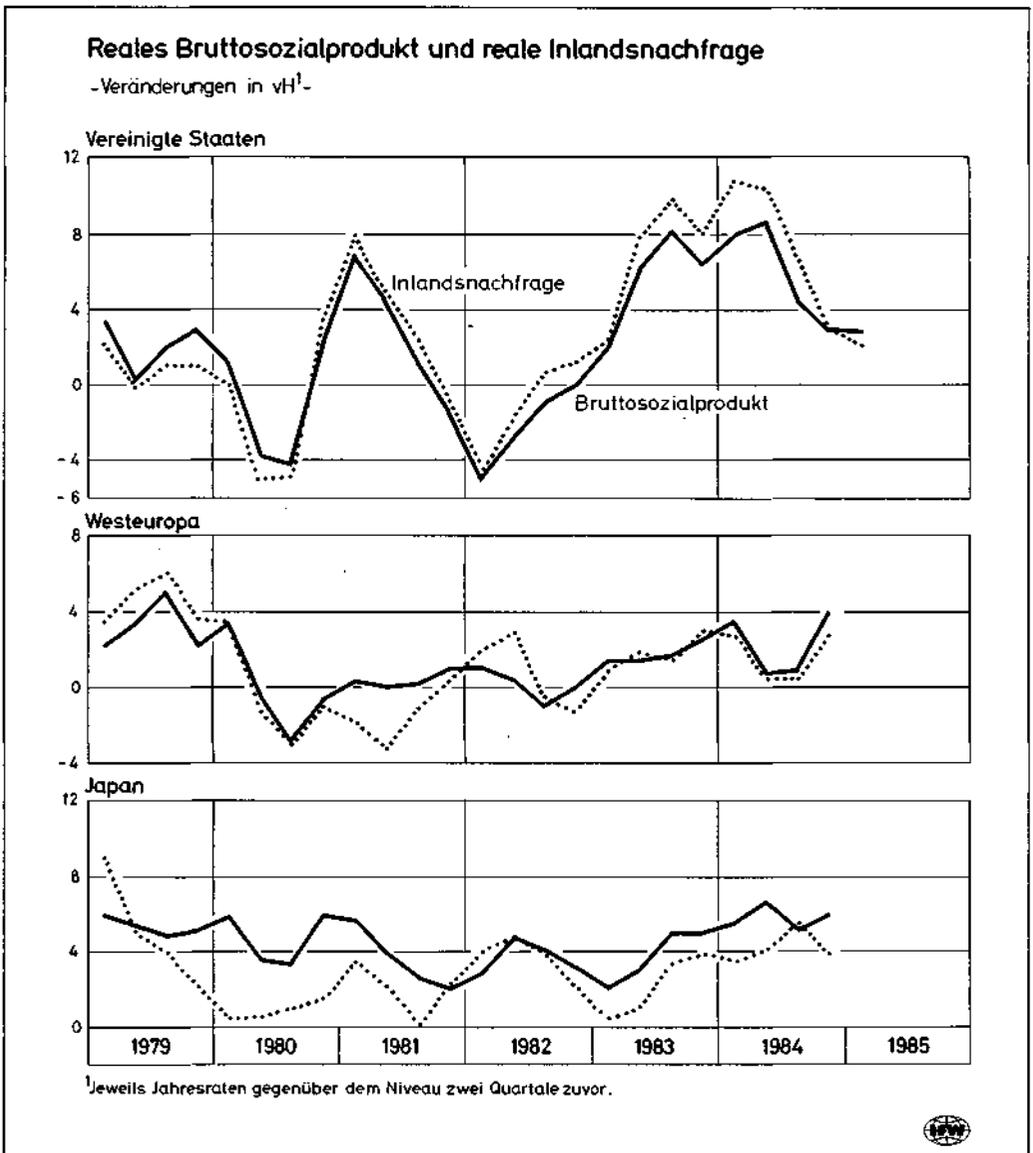
2. Die Vereinigten Staaten werden in diesem und im nächsten Jahr wohl nicht mehr in so starkem Maß wie bisher als Lokomotive der Weltwirtschaft wirken. Dafür sprechen zum einen zyklische Gründe, da der Aufschwung bereits reichlich zwei Jahre anhält. Zum anderen ist die amerikanische Regierung bemüht, die hohen Defizite im Staatshaushalt und in der Leistungsbilanz abzubauen, um für die Zukunft nicht Zins- und Tilgungsbelastungen vorzuprogrammieren, die selbst die hohe Leistungsfähigkeit der amerikanischen Wirtschaft überfordern könnten. Wenn die Importe der amerikanischen Wirtschaft nicht mehr so kräftig steigen, werden insbesondere die westeuropäischen Länder selbst mehr dafür tun müssen, ihre wirtschaftliche Dynamik zu stärken und die Arbeitslosigkeit zu verringern. Ob ein Rückgang der Zinsen, der sich als Folge defizitmindernder Maßnahmen und schwächerer Konjunktur in den Vereinigten Staaten ergeben mag, dafür ausreicht, ist zweifelhaft. Nach wie vor werden in Westeuropa zusätzliche Einkommen überaus hoch besteuert, Leistungs- und Investitionsbereitschaft durch vielfältige Regulierungen blockiert, bestehende Preise und Löhne durch Marktzutrittschranken verteidigt – zu Lasten der Beschäftigungschancen der Arbeitslosen und Arbeitssuchenden und letztlich zu Lasten der Einkommenschancen aller.

Nur noch geringes Expansionstempo

3. Im ersten Halbjahr 1985 dürfte die gesamtwirtschaftliche Produktion in den Industrieländern nur noch mit einer Jahresrate von durchschnittlich etwa 2 vH gestiegen sein. Dabei nahm die Beschäftigung kaum noch zu. Verglichen mit den beiden letzten Jahren, als sich die amerikanische Wirtschaft sehr viel dynamischer entwickelte, sind die Unterschiede in der Produktionsentwicklung wesentlich geringer geworden. Die Industrieproduktion ist in den Vereinigten Staaten seit dem Sommer 1984 sogar schwächer gestiegen als in vielen anderen Industrieländern. Dies besagt aber nicht, daß die weltwirtschaftliche Expansion nunmehr in gleichem Maß von den westeuropäischen Ländern und Japan getragen wird: Nach wie vor expandiert die Nachfrage in den Vereinigten Staaten stärker als anderswo (Schaubild 1). Dies hat jedoch nicht zu einer entsprechenden Produktionsausweitung in der amerikanischen Wirtschaft geführt, da die reale Aufwertung des Dollars die Wettbewerbsposition ausländischer Anbieter bei den international gehandelten Gütern entscheidend verbessert hat.

4. Die konjunkturellen Schwankungen lassen sich vor allem auf Unstetigkeiten in der Geldpolitik zurückführen. So ging dem Aufschwung in den Jahren 1983 und 1984 in den

Schaubild 1



Vereinigten Staaten eine überaus starke Geldmengenausweitung voraus. Der Expansionskurs wurde jedoch nicht lange beibehalten, da die erreichte Preisstabilisierung und die feste Position des amerikanischen Dollars nicht gefährdet werden sollten. Die Abkehr von der zuvor übermäßig expansiven Geldpolitik erfolgte aber nicht allmählich, sondern recht abrupt, so daß nachfragedämpfende Effekte nicht ausbleiben konnten. Die anhaltend günstigen steuerpolitischen Rahmenbedingungen, insbesondere die niedrigen Einkommensteuersätze und die großzügigen Abschreibungsmöglichkeiten, haben die konjunkturelle Abschwächung nicht abwenden können; es ist freilich unzweifelhaft, daß sie dem vorangegangenen Produktionsanstieg Schwung gegeben und dabei vor allem die Investitionen beflügelt hatten.

5. In Westeuropa waren die Auftriebskräfte in den beiden letzten Jahren wesentlich schwächer als in den Vereinigten Staaten. Das reale Bruttosozialprodukt ist p.a. nur etwa um 2 vH gestiegen. Daß auch gegenwärtig keine grundlegende Besserung absehbar ist, liegt letztlich an angebotspolitischen Hemmnissen. Diese haben ihren Ursprung in den siebziger Jahren; als die Preisrelationen durch Verteilungskämpfe verzerrt und die Leistungseinkommen immer höher besteuert wurden, gleichzeitig aber die Notenbanken bestrebt waren, durch eine reichliche Geldversorgung so viel Wachstum wie möglich aufrechtzuerhalten. Im Unterschied zu vorangegangenen Aufschwungphasen wurde in den achtziger Jahren die Geldmengenausweitung in Westeuropa relativ knappgehalten, was wohl erklären mag, daß sich selbst kurzfristig keine spürbare Nachfragebelebung einstellte¹. Für dieses Verhalten der Notenbanken spielte zweifellos eine Rolle, daß sich die europäischen Währungen gegenüber dem Dollar stark abwerteten.

Arbeitslosigkeit verharrt auf hohem Niveau

6. In den meisten westeuropäischen Ländern hat sich die Arbeitslosigkeit seit Beginn der achtziger Jahre noch nicht vermindert. Dagegen ist sie in den Vereinigten Staaten 1983/84 spürbar gesunken; seit Herbst letzten Jahres ist die Besserung jedoch ins Stocken geraten. Allerdings steigt die Beschäftigung in der amerikanischen Wirtschaft immer noch mit einer Jahresrate von etwa 2 vH und damit so stark wie das Arbeitskräftepotential. Zusätzliches Personal wird vor allem im Dienstleistungsbereich eingestellt; in der amerikanischen Industrie, die einem forcierten Wettbewerb ausländischer Anbieter ausgesetzt ist, stagniert die Beschäftigung dagegen seit Mitte 1984.

7. In Westeuropa hat sich die Erwerbslosenquote gegenüber den Jahren 1978/79 mehr als verdoppelt, sie liegt bei etwa 11 vH. Besonders hoch ist die Arbeitslosigkeit in Spanien, im Vereinigten Königreich sowie in Belgien und in den Niederlanden. Anders als in den Vereinigten Staaten und in Japan ist die Beschäftigung in den meisten westeuropäischen Ländern seit 1980 fortlaufend gesunken; erst im zweiten Halbjahr 1984 kam diese Entwicklung zum Stillstand. Angesichts der Inflexibilität auf den Arbeitsmärkten, der geringen Anpassungsbereitschaft der Tarifvertragsparteien und der Unentschlossenheit der wirtschaftspolitischen Instanzen, Hemmnisse für eine verstärkte Investitionstätigkeit und Einstellungs politik der Unternehmen zu beseitigen, bleiben die Aussichten für eine Entlastung der Arbeitsmärkte in Westeuropa begrenzt. Unsichere Beschäftigungsaussichten wiederum dämpfen die Ausgaben- und Verschuldungsbereitschaft der privaten Haushalte, unsichere Absatz- und Gewinnerwartungen beeinträchtigen die Investitionsneigung vieler Unternehmen.

Verlangsamter Preisanstieg

8. Die Verbraucherpreise steigen in den Industrieländern seit etwa zwei Jahren im Durchschnitt mit einer Rate von rund 5 vH. Anders als in den siebziger Jahren zählen die Vereinigten Staaten zu den Ländern mit relativ niedrigen Inflationsraten. Besonders gering ist der Preisanstieg weiterhin in Japan und in der Bundesrepublik Deutschland. Dagegen begann sich die Inflation im Vereinigten Königreich wieder zu beschleunigen. In den meisten

¹ Eine solche Position der Notenbanken erscheint verständlich, wenn man unterstellt, daß sie nicht daran glauben, daß die Regierungen und die Tarifparteien die erforderliche Flexibilisierung zustande bringen, die Marktkräfte also nicht gestärkt werden. In einem solchen Szenario, in dem mehr Wachstum und Beschäftigung nicht wahrscheinlich erscheinen, wollen die Notenbanken dann wenigstens verhindern, daß ein anderes Übel, die Inflation, erneut virulent wird.

Ländern waren die marktmäßigen Preiserhöhungsspielräume bis zuletzt eng begrenzt – in Westeuropa und Japan, weil die Nachfrage nur in wenigen binnenwirtschaftlichen Bereichen lebhaft expandierte, in den Vereinigten Staaten, weil die Konkurrenz ausländischer Anbieter als Folge der massiven Dollaraufwertung immer stärker wurde.

9. Auf den einzelnen Märkten war die Preisentwicklung sehr unterschiedlich. Während sich Dienstleistungen vielfach recht kräftig verteuerten, sind vor allem die Immobilienpreise deutlich unter Druck geraten. Dies hängt vor allem damit zusammen, daß Inflationserwartungen und Einkommensaussichten, die in den siebziger Jahren hoch waren und Investitionen in Immobilien begünstigten, gegenwärtig gedämpft sind². In dieser Situation lassen auch die relativ hohen Realzinsen den Erwerb von Immobilien kaum noch rentabel erscheinen. Wo man, um die Bauwirtschaft zu stützen, die Neubautätigkeit subventioniert hat, bröckelten die Preise für Altbauten noch stärker ab. Ein anderer Bereich, in dem das schwache Wirtschaftswachstum und der Realzins auf die Preise drücken, sind die internationalen Rohstoffmärkte: Nachdem in den siebziger Jahren relativ niedrige Zinsen die Nachfrage und den Ausbau der Angebotskapazitäten mit stimuliert hatten, befinden sich nunmehr die Preise vieler Rohstoffe in der Klemme zwischen Überkapazitäten und Nachfrageschwäche. Dies ist immer mehr auch beim Rohöl der Fall, nachdem in den letzten Jahren versucht worden war, das Angebot durch Produktionseinschränkungen zu verknapfen; erfahrungsgemäß lassen sich solche Restriktionen nicht lange durchhalten.

Die Vereinigten Staaten: Mehr als eine Lokomotive auf Zeit?

Angebotspolitik als Stütze des US-Aufschwungs

10. Die Wirkung der amerikanischen Wirtschaftspolitik wurde im Verlauf der letzten vier Jahre sehr unterschiedlich beurteilt. In den Jahren 1981 und 1982 hielten es – mit Ausnahme der Verfechter der Reagan'schen Angebotspolitik – nur wenige für möglich, daß die wirtschaftspolitische Strategie Reagans für die Vereinigten Staaten oder gar für die Weltwirtschaft die Lage nennenswert verbessern könnte. Als der Aufschwung bereits längere Zeit andauerte, revidierten einige Kritiker ihr Urteil, freilich mit dem Hinweis, nicht die ursprünglich geplante Angebotspolitik, sondern vielmehr eine Abkehr von dieser und eine Hinwendung zu traditioneller keynesianischer Defizitpolitik habe den Aufschwung zustande gebracht.

11. Die Argumente jener, die in den Maßnahmen der amerikanischen Administration eine fundamentale Besserung der Angebotsbedingungen sehen, scheinen die Entwicklung der vergangenen drei Jahre besser zu erklären. Insbesondere scheint in einem solchen Raisonement die Begründung für die Höherbewertung des Dollars weniger schwierig zu sein. Vor dem Hintergrund eines ausgeprägten keynesianischen deficit-spending wäre die Dollarstärke nur schwer zu begründen, jedenfalls kaum ohne eine massiv divergierende Erwartungsbildung zwischen amerikanischen und ausländischen Anlegern. Wären nämlich die hohen amerikanischen Zinsen Ausdruck der Inflationserwartung der Anleger, wäre es wohl kaum zu einer Höherbewertung des Dollars gekommen. Wechselkurs und Zinsen sind wohl nur dann miteinander kompatibel, wenn letztere auf höheren Nettorenditen für Sachinvestitionen in den Vereinigten Staaten beruhen. Dann hätte der international ausgerichtete Anleger einen Grund, sein Portefeuille zugunsten von Dollaranlagen umzuschichten³.

² Vgl. hierzu Reinhard Fürstenberg, Über den Zusammenhang zwischen der Inflationsrate und den Immobilienpreisen in der Bundesrepublik Deutschland – Eine portfoliotheoretische Analyse. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Arbeitspapiere, 234, Kiel, Juni 1985.

³ Vgl. hierzu Herbert Giersch, Real Exchange Rate Changes and Economic Development. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Arbeitspapiere, 218, Kiel, November 1984, insbesondere S. 16 ff.

12. Viele sehen in der Tatsache, daß die Expansion in den Vereinigten Staaten seit Mitte 1984 merklich schwächer geworden ist, einen Beleg dafür, daß die Angebotspolitik letztlich doch nicht wirkt. Es sollte jedoch beachtet werden, daß Bewegungen von Nachfrage und Produktion in so relativ kurzen Perioden oftmals zyklische Prozesse reflektieren, die ihrerseits entscheidend von Schwankungen in der Geldmengenausweitung beeinflusst werden. Tatsächlich gingen der kräftigen Aufwärtsbewegung massive geldpolitische Impulse voraus. Entsprechend müßte die Nachfrage aber bereits vom Frühjahr 1985 an wieder etwas stärker zunehmen, expandiert doch die Geldmenge in den Vereinigten Staaten seit Spätherbst 1984 wieder nennenswert kräftiger. Die jüngsten Indikatoren der Inlandsnachfrage scheinen die entsprechende Wirkung bereits anzuzeigen.

13. Soweit die Aufschwungdynamik 1983/84 monetär induziert war, konnte sie nicht dauerhaft sein. Offenkundig waren aber auch die finanzpolitischen Maßnahmen im Urteil der Verantwortlichen nicht durchweg geeignet, das Wirtschaftswachstum auf Dauer zu begünstigen. So sollen die Abschreibungserleichterungen aus dem Jahr 1981 teilweise und die steuerliche Absetzbarkeit von Investitionsausgaben (tax credits) ganz aufgehoben werden. Dies könnte dazu führen, daß die Investitionen zumindest vorübergehend weniger stark steigen und damit die wirtschaftliche Aufwärtstendenz zeitweise schwächer wird. Eine Abschreibungsregelung, bei der die steuerliche Abschreibungsfrist besser mit der ökonomischen Abschreibungsfrist übereinstimmt und bei der – wie vorgesehen – die Anlagenwerte indiziert sind, dürfte jedoch letztlich ein Beitrag sein, Fehlinvestitionen zu vermindern, unterbleiben doch Investitionen, „um Steuern zu sparen“. Wenn damit die „Qualität“ des Kapazitätswachstums besser wird, dürfte auf lange Frist mit der geplanten Steuerreform das Wachstum eher gefördert werden.

14. Es ist nicht auszuschließen, daß ein Teil der Ausrüstungs- und Bauinvestitionen ebenso wie der Militärausgaben nicht als durchgängig effiziente Verwendung von Ressourcen anzusehen ist, also keine Grundlage für eine reibungslose Bedienung der Staats- und Auslandsschulden der Vereinigten Staaten darstellt. Wenn evident wird, daß diese Ausgaben weniger rentabel waren, als man annahm, steht eine Korrektur staatlicher und privater Ausgabenpläne an, die längerfristige Schwächetendenzen in den Vereinigten Staaten nach sich ziehen kann. Eine vermutlich eintretende Dollarschwäche dürfte vermutlich dazu führen, daß der Kurs der Geldpolitik in restriktive Richtung geändert wird, um inflationäre Konsequenzen einer Dollarabwertung zu begrenzen.

Reagan'sche Wirtschaftspolitik: Motor oder Bürde für die Weltwirtschaft?

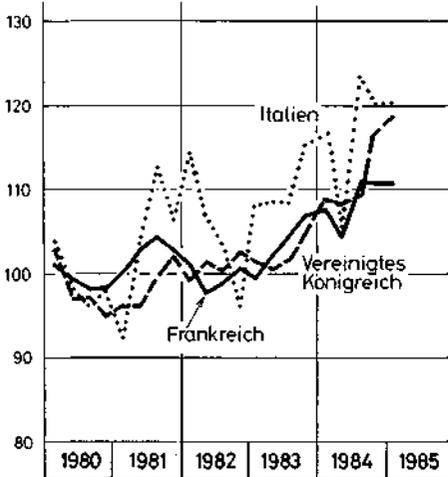
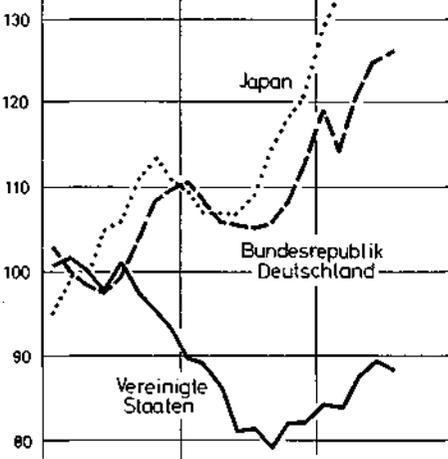
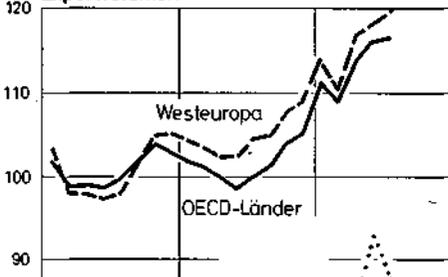
15. Häufig wird argumentiert, daß die amerikanische Finanz- und Geldpolitik eine Bürde für die anderen Länder sei, da sie über hohe Zinsen Kapital abziehe, das den übrigen Ländern für investive Zwecke fehle. Die amerikanische Politik habe das „crowding out“, das mit dem hohen staatlichen Defizit verbunden sei, auf die übrigen Länder verlagert. Das „crowding out“ fände folglich in den Entwicklungsländern, in Japan und Westeuropa statt. Tatsache ist, daß sich die Nachfrage in den Vereinigten Staaten überaus dynamisch entwickelte, was eine außergewöhnliche Sogkraft auf die internationalen Märkte ausübte. Die amerikanische Einfuhr stieg so stark wie nie zuvor in den vergangenen 20 Jahren (Schaubild 2). Am meisten profitierten davon Japan und die Entwicklungsländer, aber auch die europäischen Ausfuhrer in die Vereinigten Staaten stiegen beträchtlich. Dies trug entscheidend dazu bei, die Weltrezession zu überwinden. Die amerikanische Wirtschaftspolitik verbesserte die Exportmöglichkeiten der übrigen Länder nicht nur dadurch, daß sie die Binnenkonjunktur im eigenen Land stimulierte; hinzu kam ihr Effekt auf den Wechselkurs. Der Dollar wertete sich real seit 1979 gegenüber den europäischen Währungen um 60 vH auf. Die Tendenz hielt

Schaubild 2

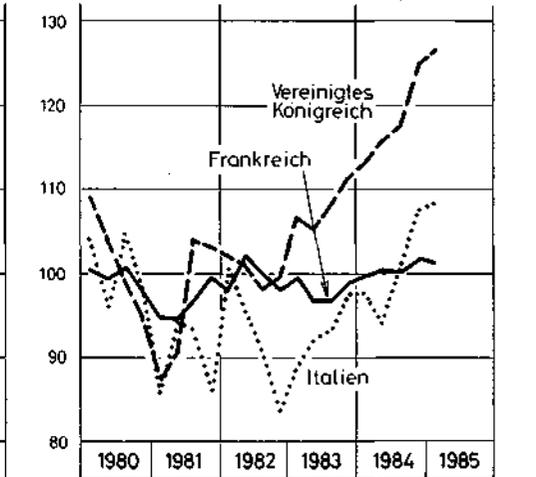
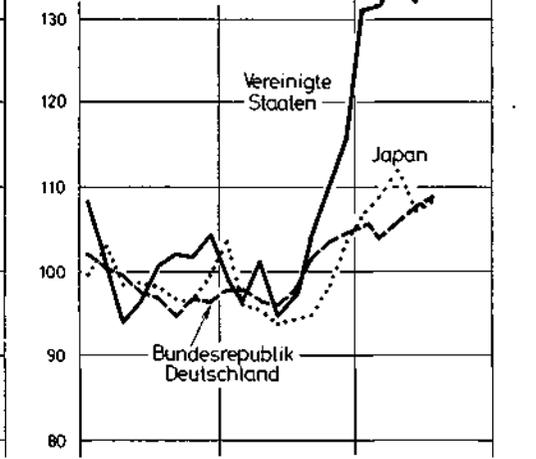
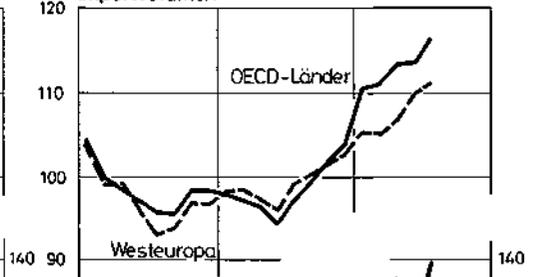
Außenhandel nach Regionen und Ländern

1980 = 100

Exportvolumen



Importvolumen



bis zum Frühjahr 1985 an. Die Importquote in den Vereinigten Staaten stieg in der gleichen Zeit von 7,5 auf 10 vH an. Besonders ausgeprägt war diese Tendenz bei Industriegütern. Damit hat wohl der Importsog der amerikanischen Wirtschaft in den Jahren 1983/84 retardierende Einflüsse, die von der Wirtschaftspolitik in den Vereinigten Staaten ausgegangen sein könnten, überkompensiert.

16. Unbestreitbar dürfte es sein, daß die Vereinigten Staaten mit ihrer Wirtschaftspolitik die "internal" Terms of Trade in den Vereinigten Staaten selbst, aber auch bei ihren Handelspartnern stark verändert haben. Die Wettbewerbslage des außenwirtschaftlich orientierten Sektors hat sich in den Partnerländern der Vereinigten Staaten entscheidend verbessert, die Lage des heimischen Sektors mindestens relativ verschlechtert. Dies ist sicherlich für die betroffenen Bereiche unerfreulich, wie man an den Reaktionen der Landwirte, der Bauwirtschaft und der Arbeitnehmervertreter in den betroffenen Branchen ablesen kann. Andererseits wurde diese Tendenz von den wirtschaftspolitischen Instanzen vielfach in Kauf genommen, um das Defizit in der Leistungsbilanz abzubauen. Der Schwäche der internationalen Kreditwürdigkeit hätten sie jedoch langfristig wirkungsvoller durch eigene wirtschaftspolitische Maßnahmen entgegenwirken sollen – beispielsweise durch Steuersenkungen bei gleichzeitigem Subventionsabbau –, die die Rendite von Sachinvestitionen in Westeuropa erhöht hätten.

17. Eine Reihe von Indizien spricht dafür, daß die Geldpolitik in vielen Industrieländern dem Kurs des amerikanischen Zentralbanksystems folgte. Aus dieser Beobachtung kann man allerdings nicht schließen, es habe einen Zwang oder einen Automatismus zu einem solchen Verhalten gegeben. Prinzipiell ist es jedem Land freigestellt, den Kurs seiner Währung gegenüber einem "starken Land" abgeleiten zu lassen. Offenkundig aber hielten viele Zentralbanken den jeweils erreichten Kurs des Dollars gegenüber ihrer Währung bereits für überhöht und sorgten sich um die Preisstabilität im eigenen Land so sehr, daß sie die nationale Geldpolitik jeweils relativ restriktiv gestalteten. Von dieser Leitlinie haben sich nur wenige Länder – und auch nur zeitweise – entfernt, so etwa das Vereinigte Königreich im Jahr 1984.

Westeuropa im Aufholprozeß?

18. Während die außergewöhnliche Aufwärtsdynamik in den Vereinigten Staaten vorerst endete, bleibt es unklar, ob – und wenn ja, wie kräftig – der Aufholprozeß in Westeuropa in Gang kommt. Die unmittelbaren Impulse über die Importnachfrage aus den Vereinigten Staaten werden schwächer, die europäischen Produzenten dürften aber wegen des bis zuletzt starken Dollars ihre Marktanteile zunächst noch ausweiten können. Erst für 1986 bestehen wegen einer möglichen Wettbewerbsverschlechterung Risiken für den Export der westeuropäischen Unternehmen. Inwieweit Westeuropa aus eigener Kraft zu einer Aufwärtsentwicklung findet, wie stark diese sein wird und auf welchen Veränderungen sie basiert, ist schwer zu übersehen.

19. Die konjunkturell vergleichsweise günstige Lage des Vereinigten Königreichs hängt vor allem mit der im vergangenen Jahr sehr expansiven Geldpolitik zusammen und ist nicht Ausdruck strukturell entscheidend verbesserter Rahmenbedingungen. Eine ähnliche Einschätzung dürfte für Schweden zutreffen. Angesichts unbewältigter Inflationsprobleme ist damit zu rechnen, daß in nächster Zeit eher restriktive Maßnahmen ergriffen werden und die Nachfrageexpansion von daher schwächer wird.

20. In den meisten westeuropäischen Ländern – so auch in der Bundesrepublik Deutschland – ist die Finanzpolitik mehr restriktiv ausgerichtet. Diese wäre auf der Ausgabenseite

angebracht; jedoch unterblieben entscheidende Maßnahmen beim Abbau von Subventionen und Sozialleistungen. Höhere Abgaben und Steuern, sei es als Folge diskretionärer Maßnahmen oder sei es als Folge der Steuerprogression, sind ungeeignet, die gravierenden Probleme der Wachstumsschwäche und der Arbeitslosigkeit zu lösen. Somit ist für die Mehrzahl der westeuropäischen Länder zu erwarten, daß die wirtschaftliche Dynamik insgesamt schwach bleibt.

21. Einige Gemeinsamkeiten sind auch bei der Politik der Tarifparteien in Westeuropa zu beobachten. Überall gab es Nominallohnzurückhaltung in dem Sinne; daß die Lohnerhöhungen beträchtlich niedriger lagen als früher. Zum Teil geschah dies im Rahmen einkommenspolitischer Maßnahmen, teils als Folge des Marktdrucks. Gleichzeitig wurde freilich auch eine Vielzahl von Maßnahmen ergriffen, die eher als "kosmetische" Korrekturen für den Arbeitsmarkt zu betrachten sind, so Arbeitsbeschaffungsprogramme insbesondere für Jugendliche, die Verkürzung der Lebens- und Wochenarbeitszeit, die Verlängerung des Urlaubs, Hilfen für die Rückwanderung von Gastarbeitern sowie Anreize, sich vom Arbeitsmarkt in die sogenannte stille Reserve zurückzuziehen.

22. Per saldo haben sich somit die wachstumspolitischen Rahmenbedingungen ebenso wie die Beschäftigungschancen in Westeuropa nicht verbessert. Freilich dürften die retardierenden Effekte der Antiinflationpolitik in den meisten Ländern ausgelaufen sein. Damit bestehen Chancen für eine zyklische Aufwärtsbewegung der inländischen Nachfrage. Ob diese Tendenz durch Maßnahmen flankiert wird, mit denen auf den Güter- und Faktormärkten mehr Flexibilität und Effizienz erreicht wird, ist zweifelhaft. Die Schwierigkeiten bei der Anpassung der gemeinschaftlichen Agrar- oder Stahlpolitik an die Weltmarktgegebenheiten sind hierfür ein Indiz. Mißtrauen in marktwirtschaftliche Lösungen signalisieren aber auch die vielfältigen Bemühungen auf Länderebene und innerhalb der Europäischen Gemeinschaft, die wirtschaftliche Entwicklung in bestimmte Richtungen, so z.B. in technologisch hochentwickelte Bereiche, zu lenken. Bislang hat in der Mehrzahl der Fälle staatliche Steuerung nicht zu dauerhaften Erfolgen geführt.

Japan: Ende des Exportbooms

23. Die japanische Wirtschaft verzeichnete 1984 einen exportinduzierten Aufschwung, wobei die Impulse vor allem aus den Vereinigten Staaten kamen. Die Warenexporte stiegen im Jahresdurchschnitt real um über 15 vH, nachdem sie schon 1983 um fast 10 vH zugenommen hatten. Diese Exportdynamik blieb im Inland nicht ohne Resonanz; so nahm die Investitionsbereitschaft deutlich zu. Dagegen expandierten die privaten Konsumausgaben nur zögernd, sei es, weil die Lohnabschlüsse angesichts immer noch unsicherer wirtschaftlicher Perspektiven moderat blieben, sei es, weil die Sparneigung der privaten Haushalte hoch war.

24. Im Winterhalbjahr 1984/85 hat der japanische Exportboom jedoch seinen Höhepunkt überschritten. Die Exporte verharrten auf hohem Niveau, mit der Folge, daß die Produktion in Japan nicht mehr so rasch ausgeweitet wurde. Damit reagierte die japanische Wirtschaft unmittelbar auf das langsamere konjunkturelle Tempo in den Vereinigten Staaten. Angesichts der ungebrochen hohen Wettbewerbsfähigkeit sind die Exportchancen japanischer Unternehmen aber weiterhin günstig, so daß sich der Überschuß im bilateralen Handel zwischen Japan und den Vereinigten Staaten noch vergrößern und der Ruf nach protektionistischen Maßnahmen von amerikanischer Seite noch lauter werden könnte. Die Aussichten für eine stärkere Expansion der Inlandsnachfrage haben sich verbessert, da die japanische Notenbank die monetären Zügel seit Ende 1984 spürbar gelockert hat.

Spannungen auf den Devisenmärkten

Tubulenzen um den Dollar

25. Der Wechselkurs des amerikanischen Dollars, der vier Jahre lang kräftig gestiegen war, erreichte im Frühjahr 1985 offensichtlich seinen Kulminationspunkt. Nachdem für den Dollar zeitweise fast 3,50 DM gezahlt werden mußten, sank der Kurs bis zum Frühsommer auf etwa 3 DM. Damit liegt der Dollarkurs gegenüber der DM, aber auch gegenüber den meisten anderen Währungen, real – das heißt im Verhältnis zur relativen Preisniveauentwicklung der verschiedenen Länder – aber nach wie vor auf einem sehr hohen Niveau, das zuletzt in den fünfziger Jahren anzutreffen war.

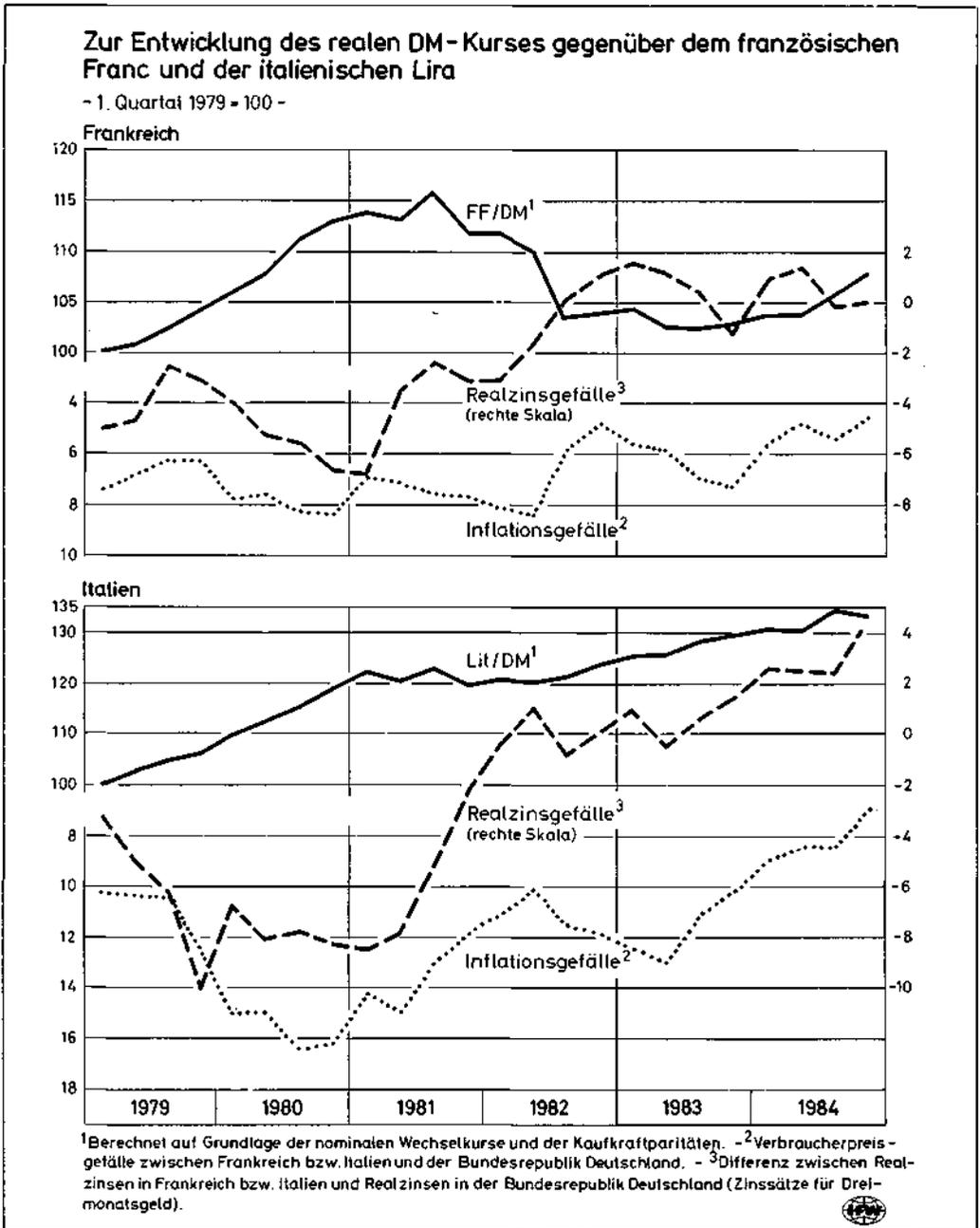
26. Die international hohe Bewertung des Dollars hat monetäre und realwirtschaftliche Gründe. Monetär bedingt ist sie insoweit, als es der amerikanischen Notenbank gelungen ist, die Inflation unter Kontrolle zu bringen, so daß der Dollar international – anders als in den siebziger Jahren – wieder als eine relativ wertstabile Währung angesehen werden konnte. Aus realwirtschaftlichen Gesichtspunkten waren in den letzten Jahren Dollaranlagen attraktiv, weil Steuerentlastungen und eine vergleichsweise zurückhaltende und flexible Lohnpolitik die realen Sachrenditen in den Vereinigten Staaten spürbar erhöhten und sicherer machten. Freilich kann damit die genaue Höhe des Dollarkurses nicht erklärt werden. Eine einmal begonnene Wechselkursbewegung wird zum Stillstand kommen oder korrigiert werden, wenn genügend Informationen vorliegen, daß herrschende Einschätzungen und Erwartungen unberechtigt sind. Die Tatsache, daß die wirtschaftliche Dynamik in den Vereinigten Staaten seit einiger Zeit spürbar erlahmt ist und die Prognosen für die weitere wirtschaftliche Entwicklung nicht mehr so optimistisch sind, scheint in diesem Sinne ein wichtiger Grund für die wieder etwas niedrigere Bewertung des Dollars zu sein.

Vor einer Wechselkursanpassung im EWS?

27. Die nunmehr zweijährige Stabilität der nominalen Wechselkurse innerhalb des Europäischen Währungssystems (EWS) steht in scharfem Gegensatz zu den heftigen Schwankungen der Währungsrelationen in der übrigen Welt. Damit scheint man dem erklärten Ziel des EWS, eine Währungszone mit innerer (Geldwert-) und äußerer (Wechselkurs-) Stabilität zu errichten, nähergekommen zu sein. Die Währungsrelationen im EWS erweisen sich als verhältnismäßig stabil, obwohl noch immer erhebliche wirtschaftliche Divergenzen zwischen den EWS-Staaten bestehen. Am auffälligsten zeigen sich diese in der unterschiedlichen Preisentwicklung. Zwar haben sich die Teuerungsraten in den einzelnen Ländern und auch das Inflationsgefälle zur Bundesrepublik, dem stabilsten EWS-Partner, reduziert; die Inflationsdifferenzen sind aber gleichwohl groß geblieben. So ist die Geldentwertung p.a. in Frankreich und Italien immer noch um 4 bzw. 7 Prozentpunkte höher als in der Bundesrepublik. Strukturelle Unterschiede manifestieren sich auch weiterhin in den Lohnsteigerungsraten, den Haushaltsdefiziten und der Regulierung der Finanzmärkte. Die Entwicklung vieler Indikatoren zeigt also Merkmale, die nach früheren Erfahrungen auf einen Korrekturbedarf der Wechselkurse hindeuten würden. Die Positionen der Währungen im EWS lassen indes nicht erkennen, daß die eine oder andere Währung das Wechselkursband bald durchstoßen und so einen Anpassungszwang auslösen würde.

28. Sicher haben die Dollarstärke und die damit verbundene Schwäche der DM zum Zusammenhalt des Europäischen Währungssystems beigetragen, weil sie es schwächeren Teilnehmerwährungen erleichterten, ihre Relation zur DM als der Schlüsselwährung des EWS zu behaupten, ohne international zu starke Wettbewerbsverluste zu erleiden. Die Wechselkurse im EWS wurden aber auch dadurch stabilisiert, daß in Frankreich und Italien

Schaubild 3



die kurzfristigen Zinssätze im Durchschnitt des vergangenen Jahres um immerhin 5,5 bzw. 11 Prozentpunkte über den deutschen lagen (Schaubild 3). Ein solches Zinsgefälle stellt für die Privaten einen beträchtlichen Anreiz dar, Franc- und Lira-Anlagen zu halten, solange sie keine Leitkursanpassungen im EWS erwarten; denn die Existenz des EWS schafft mit ihren überschaubaren Anpassungsmodalitäten per se eine gewisse Dispositionssicherheit und verstärkt die Wirkung der Zinsdifferenz zugunsten der weniger stabilitätsorientierten Länder.

29. Ursache für das Ausbleiben von Realignments in den letzten beiden Jahren ist sicherlich auch die Verlagerung des Schwerpunktes von obligatorischen zu intramarginalen Interventionen im EWS. Dadurch können der Anpassungsbedarf eine Zeitlang verdeckt und die erforderliche Korrektur hinausgezögert werden. Dieses Verhalten entspricht allerdings letztlich nicht dem Grundsatz des EWS, Wechselkursanpassungen möglichst rasch vorzunehmen, um Fehlentwicklungen zu vermeiden.

30. Da wesentliche Veränderungen in den wirtschaftlichen Bedingungen innerhalb Europas kurzfristig nicht zu erwarten sind und das EWS seine relative Stabilität zu einem guten Teil der Stärke des Dollars verdankt, wird die Frage eines Realignments dann akut werden, wenn es zu einer nachhaltigen Abschwächung des Dollars kommt. Ob die abwertungsverdächtigen EWS-Länder dann mit Zinserhöhungen oder Wechselkursanpassungen reagieren werden, ist nicht eindeutig: Eine Abwertung würde in Frankreich vermutlich ungerne vorgenommen werden, weil sie sowohl die Erfolge bei der Inflationsbekämpfung als auch das politische Prestige der Regierung in Frage stellen könnte (im Frühjahr 1986 finden Parlamentswahlen in Frankreich statt). Andererseits dürften die betroffenen Länder nur zu begrenzten Zinserhöhungen zur Milderung des Abwertungsdrucks bereit sein, da die Beschäftigungslage und die Investitionsneigung weiterhin unbefriedigend sind. Vieles spricht somit dafür, daß es spätestens 1986 zu einer Korrektur der Wechselkurse im EWS kommt.

Geldpolitik: Veranlaßt Konjunkturschwäche weltweite Stimulierung?

31. Seit Mitte 1983 waren die Notenbanken der Industrieländer bestrebt, die Geldmengenerweiterung zu bremsen. Bis zum Herbst 1984 wurde die Zuwachsrate der Geldmenge M1 weltweit kontinuierlich von 11 auf etwa 6 vH zurückgeführt. Kursbestimmend war dabei die amerikanische Geldpolitik, die zuvor überaus expansiv ausgerichtet war. Neben der Bundesrepublik Deutschland, die traditionell als stabilitätsorientiert gilt, waren aber auch Frankreich und Italien sehr darum bemüht, die Geldmengenerweiterung gering zu halten. Eine Ausnahme bildete lediglich das Vereinigte Königreich; hier wurde die Geldmenge 1984 beschleunigt ausgeweitet. Diese Politik wurde erst korrigiert, als das britische Pfund stark unter Abwertungsdruck geriet.

32. Der Tiefpunkt der monetären Expansion wurde aber – betrachtet man die Industrieländer insgesamt – im Winterhalbjahr 1984/85 durchschritten. Zwar ist die Geldmengenentwicklung nach wie vor durch kurzfristige Schwankungen gekennzeichnet; insgesamt scheint es jedoch die Absicht wichtiger Notenbanken zu sein, die wirtschaftliche Aktivität wieder stärker zu fördern. Dies gilt wohl auch für Japan, wo die Dynamik der Exporte nachläßt. Vor allem aber hat die amerikanische Notenbank betont, daß sie durch den expansiveren Kurs die konjunkturelle Abschwächung, die sich seit dem Sommer des letzten Jahres abzeichnet, auffangen will. In den letzten drei Quartalen expandierte die Geldmenge in den Vereinigten Staaten im Durchschnitt mit einer Jahresrate von rund 10 vH und damit etwa doppelt so stark wie in den ersten Monaten des Jahres 1984. Dies hat zur Folge, daß das geldpolitische Ziel für dieses Jahr, das eine Zunahme von M1 um 4 bis 7 vH vorsieht, bislang deutlich überschritten wurde.

33. Die amerikanische Notenbank verfolgte diesen Kurs, nachdem – ähnlich wie zum Beispiel in Japan – die Inflationsrate einen niedrigen Stand erreicht hatte. Trotz der expansiven Geldpolitik blieb der Dollar – nach der deutlichen Korrektur im März und April – in der Grundtendenz stark; die Notenbank sah sich also aus Wechselkursgründen nicht gedrängt, rasch wieder einen restriktiven Kurs einzuschlagen. Dabei wäre ein etwas schwächerer Außenwert durchaus nicht unerwünscht, könnte dies doch den hohen Wettbe-

werbsdruck aus dem Ausland mildern. Die Notenbank wollte zudem vermeiden, daß sich die Liquiditätsschwierigkeiten im Bankensystem, die im März dieses Jahres wieder akut wurden, weiter ausweiten. In der Stimulierung der wirtschaftlichen Aktivität sieht die Notenbank offensichtlich die Möglichkeit, die realen Anpassungsprobleme der amerikanischen Wirtschaft, die sich aus dem hohen Kurs des Dollars und nicht zuletzt auch aus der andauernden Bankenkrise ergeben, wenigstens vorübergehend zu mildern.

34. Daß ein Kurswechsel in der amerikanischen Geldpolitik vorliegt, ist daran zu erkennen, daß die Notenbank nichts unternommen hat, um die seit Jahresbeginn immer deutlichere Zielüberschreitung zu korrigieren. Vielmehr hat sie sogar ein zinspolitisches Signal gesetzt, als sie den Diskontsatz im Mai dieses Jahres erneut um einen halben Punkt senkte. Wie lange die expansive Geldpolitik anhält und in welchem Maß andere Länder diesem Beispiel folgen, wird auch davon abhängen, wie stark die amerikanische Konjunktur nach den kräftigen monetären Impulsen wieder an Fahrt gewinnt und ob der Dollar trotz des vermehrten Geldangebots stark bleibt. Ein beschleunigter Rückgang des Dollarkurses wäre für die Notenbank sicherlich das Signal, sich wieder mehr auf die Stabilisierung des Preisniveaus zu konzentrieren.

Ein anhaltend hohes Tempo der Geldmengenexpansion wäre aller Erfahrung nach nicht mit einer dauerhaft niedrigen Inflationsrate vereinbar. Das Argument einiger Vertreter der amerikanischen Notenbank, die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes würde in nächster Zeit trendmäßig fallen oder nur sehr wenig steigen⁴, ist nicht ausreichend belegbar; darauf zu setzen, wäre für die zukünftige Stabilität nicht ohne Risiko. Daß die Notenbank das Ziel der Preisniveaustabilisierung aber nach wie vor verfolgen will, muß nach dem Verhalten in den letzten Jahren erwartet werden. Daher ist im weiteren Verlauf des Jahres wohl mit einer Korrektur zu rechnen, was auch für andere Länder den Expansionsspielraum – in deren Urteil – begrenzen würde. Aus heutiger Sicht ist deshalb nicht damit zu rechnen, daß es allgemein zu einer deutlichen Umkehr in der geldpolitischen Strategie und somit zu einer massiven Stimulierung durch viele Länder – ähnlich wie etwa 1982/83 – kommt. Von der monetären Seite her gibt es damit wohl gute Gründe für eine anhaltend feste Position des amerikanischen Dollars.

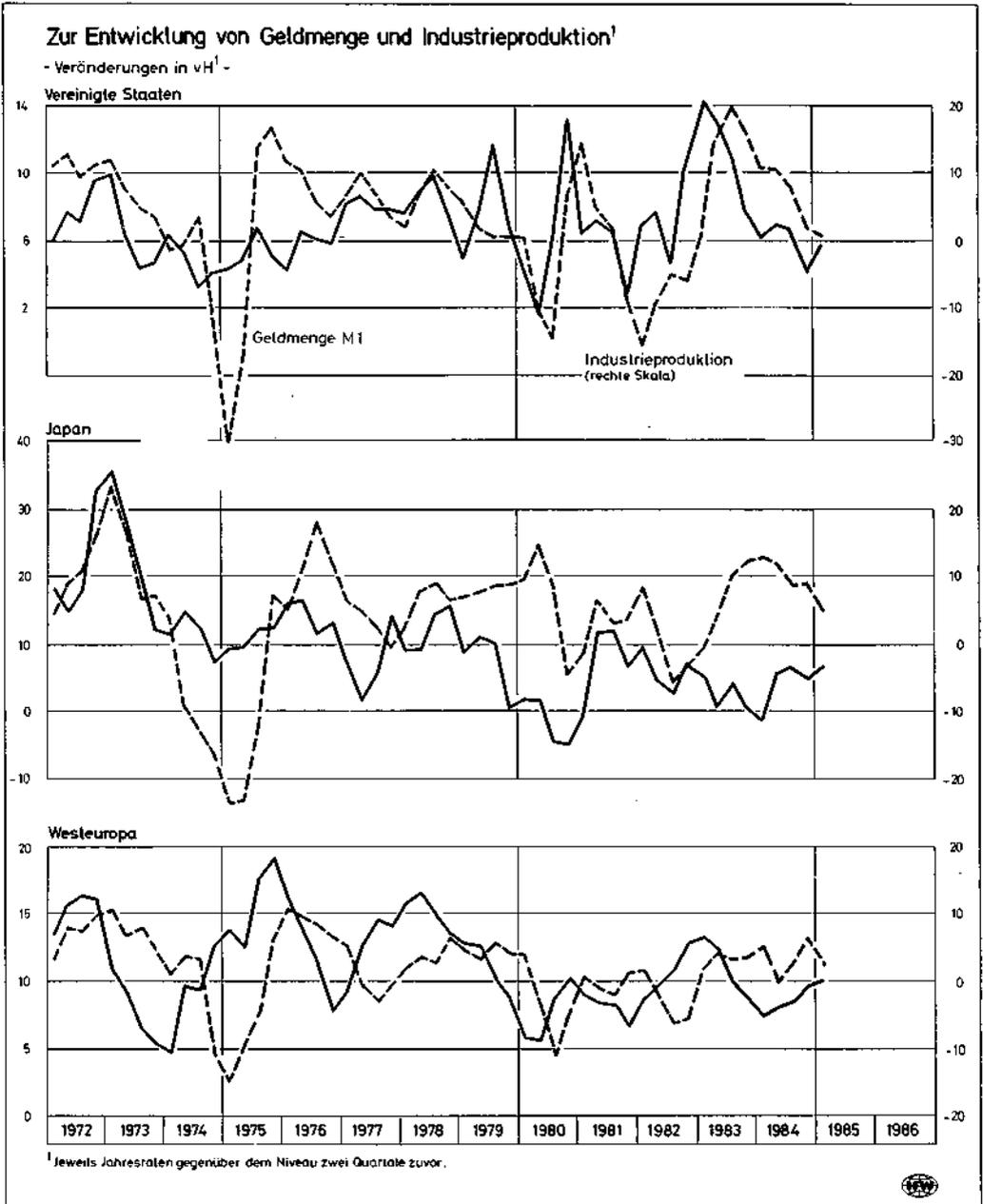
Ausblick: Chancen für eine wieder stärkere Expansion

35. Seit Anfang 1985 haben sich bei einigen Einflußfaktoren, die für die zukünftige konjunkturelle Entwicklung in den Industrieländern von Bedeutung sind, merkliche Änderungen vollzogen:

- In den Vereinigten Staaten und Japan, etwas weniger ausgeprägt in den westeuropäischen Ländern, hat sich die Geldmengenexpansion wieder beschleunigt (Schaubild 4). Die Notenbanken reagierten damit auf die konjunkturelle Abschwächung, die sie durch ihre unetwete und im Verlauf von 1984 restriktive Politik mitverursacht hatten. Die amerikanische Notenbank ließ bis zuletzt zu, daß die Geldmenge in ihrem Land weit stärker als angekündigt expandierte. Die anderen Länder folgten, wenn auch zögernd, zumal der Dollarkurs nicht mehr ganz so hoch ist wie zu Jahresbeginn.
- In nahezu allen Ländern sinken die Zinsen, sei es als Reflex auf die schwache Konjunktur und die anhaltend niedrigen Inflationsraten, sei es als Folge geldpolitischer Lockerungen und international verbreiteter Bemühungen, die Budgetdefizite zu verringern. Im Früh-

⁴ Vgl. die Äußerungen von Preston Martin, wiederabgedr. in: Bank for International Settlements, Press Review No. 95, Basel, 16. Mai 1985.

Schaubild 4



jahr waren die Realzinsen, gemessen an der Differenz zwischen langfristigen Nominalzinsen und dem laufenden Preisanstieg im Vorjahresvergleich, erstmals wieder so niedrig wie im Winterhalbjahr 1982/83. Niedrigere Zinsen und rasche Geldmengenexpansion haben fast überall eine Aktienhausse begünstigt.

- In den meisten Ländern ist nicht zu erwarten, daß sich die Inflation 1985/86 wieder beschleunigt. Vor allem bei international gehandelten Gütern herrscht ein intensiver Wettbewerb, schon weil auf vielen Märkten noch in erheblichem Maß freie Kapazitäten bestehen. Dabei wird die Situation in den Industrieländern auch dadurch begünstigt, daß die Preise auf den internationalen Rohstoffmärkten, nicht zuletzt auch auf den Rohölmärkten, weiterhin unter Druck stehen. Bei wieder niedrigerem Dollarkurs verringern sich damit die externen Preisanstöße vor allem in Westeuropa und Japan.
- In einigen westeuropäischen Ländern werden 1986 steuerliche Entlastungen wirksam, wengleich sie nur gering sind im Vergleich zu dem, was notwendig wäre und was beispielsweise in den letzten Jahren in den Vereinigten Staaten realisiert wurde und gegenwärtig zusätzlich geplant ist. In den Vereinigten Staaten selbst versprechen die beabsichtigten weiteren Steuersenkungen die Wachstumskräfte insgesamt zu stärken.

36. Diese Tendenzen bei konjunkturell wichtigen Rahmenbedingungen sprechen dafür, daß im weiteren Verlauf des Jahres 1985 und 1986 Nachfrage und Produktion in den Industrieländern insgesamt wieder etwas stärker expandieren werden. Die Vereinigten Staaten werden indes nicht wie 1983/84 die Rolle der Lokomotive übernehmen, weil von der Finanzpolitik nicht erneut kräftige Impulse ausgehen werden; nach dem bisherigen Boom dürften sowohl die Unternehmensinvestitionen als auch die privaten Verbrauchsausgaben verhaltener expandieren, weil die Verschuldung auch im privaten Bereich relativ hoch geworden ist und die Steuerlast für die Unternehmen wieder zunehmen wird. Aufgrund des hohen Dollarkurses dürfte der Teil der inländischen Nachfrage, der auf ausländische Anbieter entfällt, eher noch etwas steigen; die Produktion wird daher in den Vereinigten Staaten weiterhin schwächer zunehmen als die Nachfrage.

37. In den westeuropäischen Ländern und Japan wird die wirtschaftliche Aktivität auch künftig durch den Export gestützt werden; die Impulse insbesondere aus den Vereinigten Staaten werden aber nicht mehr so stark sein wie 1983/84. Aufgrund der geldpolitischen Lockerungen, partieller Steuerentlastungen und niedrigerer Zinsen kann jedoch erwartet werden, daß die inländischen Expansionskräfte etwas kräftiger werden. Die Investitionen werden – anders als bisher – nicht nur in jenen Bereichen, die vom Export profitierten, zunehmen; bei leicht steigender Beschäftigung dürfte sich dabei auch der private Verbrauch beleben. Dies würde bedeuten, daß sich die bisher so ausgeprägte branchenmäßige Differenzierung in Westeuropa und Japan verringert.

38. Diese Tendenzen dürften dazu führen, daß das reale Bruttosozialprodukt in den Vereinigten Staaten 1985 und 1986 um etwa 3 vH und damit immer noch etwas stärker zunehmen wird als in Westeuropa (Tabelle 1). Für Japan zeichnet sich in beiden Jahren mit 4 bis 5 vH eine wesentlich höhere Zuwachsrate ab. Bei dieser Produktionsentwicklung wird die Arbeitslosigkeit wohl nur wenig abnehmen, in Westeuropa mithin sehr viel höher bleiben als in den Vereinigten Staaten und Japan. Der Preisanstieg dürfte nur in wenigen Ländern noch etwas zurückgehen.

Wirtschaftspolitische Neuorientierung durch den Gipfel in Bonn?

39. Die Staats- und Regierungschefs der sieben führenden westlichen Industrienationen haben im Mai 1985 in Bonn vereinbart, eine Politik zu verfolgen, die "dauerhaftem Wachs-

Tabelle 1 - Reales Bruttosozialprodukt und Verbraucherpreise der Industrieländer
1984-1986 - Veränderung gegenüber dem Vorjahr in vH -

Region/Land	Gewicht ¹	Reales Bruttosozialprodukt			Verbraucherpreise		
		1984	1985 ²	1986 ²	1984	1985 ²	1986 ²
Industrieländer insgesamt	100,0	4,8	3	3	4,6	4,5	4,5
Vereinigte Staaten	40,1	6,8	3	3	4,2	4	5
Kanada	3,9	4,7	3	3	4,3	4	5
Japan	15,8	5,8	4,5	4,5	2,2	2,5	3
Westeuropa	40,2	2,4	2	2,5	6,0	5,5	5
Bundesrepublik Deutschland	9,4	2,6	2	3	2,4	2,5	2,0
Frankreich	7,9	1,7	1,5	2,5	7,3	6,5	5,5
Vereinigtes Königreich	6,9	2,4	3	2,5	5,0	6,5	6
Italien	4,8	2,6	2	3	10,9	9	8
Spanien	2,6	2,2	2	3	11,3	9	8
Niederlande	1,9	2,2	1,5	2,5	3,3	2,5	2,5
Schweden	1,6	3,0	2,5	2,5	8,0	7	6
Belgien	1,3	2,2	1,5	2	6,3	5,5	4,5
Schweiz	1,3	2,4	2,5	2,5	2,9	3	2,5
Österreich	0,9	2,2	2,5	3	5,6	3,5	3
Dänemark	0,8	4,1	2,5	2,5	6,3	5	4
Norwegen	0,8	4,3	2	2,5	6,2	5	4

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

Quelle: OECD, Main Economic Indicators, Paris, Juni 1985. - Eigene Schätzungen.

tum und höherer Beschäftigung dient“. Sie verpflichteten sich erneut zu einer strengen Ausgabendisziplin und zur Verringerung der hohen Haushaltsdefizite. Übereinstimmend wurde betont, daß geld- und finanzpolitische Disziplin notwendig sei, damit der Aufschwung gestärkt und das Ziel eines möglichst stabilen Preisniveaus erreicht würde. Anders als auf dem ersten Bonner Weltwirtschaftsgipfel im Jahr 1978 und im Gegensatz zu einigen Vorschlägen im Vorfeld des Wirtschaftstreffens gab es diesmal also keine Forderung nach stimulierenden Maßnahmen im Sinne der Lokomotiven-Strategie.

40. Einigkeit bestand auch darin, die Anpassungs- und Reaktionsfähigkeit auf allen Märkten zu verbessern, Wachstumshemmnisse abzubauen sowie Initiative und Unternehmungsgeist zu fördern. Die Gipfelteilnehmer bekundeten ihren Willen, mit den Entwicklungsländern zusammenzuarbeiten, und setzten sich für den Abbau von Handelsbeschränkungen ein, da ein offenes multilaterales Handelssystem unentbehrliche Voraussetzung für weltweiten Wohlstand ist. Über diese allgemeinen Zielsetzungen waren sich die Staats- und Regierungschefs schon bei den Wirtschaftsgipfeln in London 1984 und in Williamsburg 1983 einig gewesen. Die nach wie vor gravierenden Zielverfehlungen wurden in den einzelnen Teilnehmerländern aber nicht mit gleicher Entschiedenheit bekämpft. Die Vorstellungen über die optimale Strategie der Wirtschaftspolitik weichen immer noch weit voneinander ab.

Divergenzen in der Handelspolitik

41. So einig man sich auch in der Frage des freien Welthandels zu sein schien, eine eindeutige Absage an den Protektionismus wurde nicht erreicht. Durch die Festsetzung eines frühen Termins für den Beginn einer umfassenden neuen GATT-Runde hätte man den amerikani-

schen Präsidenten in seiner Auseinandersetzung mit den protektionistischen Kräften in seinem Land stärken können. Frankreich hat sich zwar nicht prinzipiell gegen eine neue Handelsrunde ausgesprochen, hielt aber eine sorgfältige Vorbereitung des Verhandlungsrahmens für wichtiger als die Festlegung eines bestimmten Termins. So sollten möglichst viele Entwicklungsländer in den Teilnehmerkreis aufgenommen werden, um nicht den Eindruck entstehen zu lassen, die Industriestaaten würden die Anliegen dieser Länder umgehen. Außerdem sei genau festzulegen, was der Inhalt der Verhandlungen sein sollte. Dabei ging es Frankreich nicht zuletzt darum, einen Abbau des europäischen Agrarschutzes zu verhindern. Dagegen wünschte die amerikanische Regierung nicht zuletzt deshalb einen frühen Start der GATT-Runde, um über eine Liberalisierung der Agrarmärkte den heute finanziell arg bedrängten US-Farmern bessere Absatzchancen auch auf dem europäischen Markt zu eröffnen und gleichzeitig Einkommens- und Exportsubventionen einsparen zu können.

42. Die Wachstumskräfte könnten überall stimuliert werden, wenn der internationale Waren- und Kapitalverkehr umfassend liberalisiert würde. Am Willen, dies auf den Weg zu bringen, fehlt es aber nach wie vor in vielen Ländern. Statt dessen sind viele Regierungen mehr daran interessiert, den Handelsverkehr zu "organisieren", den Kapitalverkehr zu kontrollieren und die Währungsrelationen zu fixieren. Deshalb wäre es wünschenswert, daß sich die hauptverantwortlichen Regierungen im Rahmen einer neuen GATT-Runde mit den akuten Problemen offen und gemeinsam auseinandersetzen.

Divergenzen in der Finanzpolitik

43. Auf dem Wirtschaftsgipfel in Bonn waren sich die beteiligten Regierungen darin einig, daß es zur Förderung des Wachstums darauf ankomme, den Staatsanteil zu verringern. Die meisten Länder handeln auch nach dieser Devise: Die Staatsausgaben sind in den letzten Jahren weniger gestiegen als das nominale Sozialprodukt; dies gilt auch für die Vereinigten Staaten. In der Frage aber, wie hoch die öffentlichen Defizite sein dürfen, gehen die Meinungen nach wie vor weit auseinander. Die westeuropäischen Länder und Japan, die in den siebziger Jahren sehr viel höhere Schulden aufgehäuft haben als die Vereinigten Staaten, halten eine Verringerung der Neuverschuldung für dringlich, weil ihrer Meinung nach nur so auf einen Zinsrückgang hingewirkt werden kann. Für die amerikanische Regierung erschien es dagegen ungleich wichtiger, die Steuern zu senken, da nach ihrer Einschätzung hohe steuerliche Belastungen die Wachstumskräfte stärker beeinträchtigen als hohe Zinsen. Die bisherige wirtschaftliche Entwicklung bestätigt die Position der Amerikaner: Während in Westeuropa und Japan die binnenwirtschaftliche Aktivität bei relativ niedrigen Zinsen und hohen Steuern nur langsam expandierte, war sie in den Vereinigten Staaten bei ungleich höheren Zinsen und verringerter Steuerbelastung sehr viel lebhafter.

44. Aufgrund dieser ermutigenden Erfahrungen werden gegenwärtig in den Vereinigten Staaten Pläne für eine weitergehende Steuerreform diskutiert. Die wichtigsten Elemente sind⁵:

- Eine drastische Senkung der marginalen und der durchschnittlichen Steuersätze bei der Einkommen- und Körperschaftsteuer mit dem Ziel, Leistung, Innovation, Kreativität, Risikofreude und Investitionsbereitschaft anzuregen und gleichzeitig "Wettbewerbsvorteile" der Schattenwirtschaft abzubauen;

⁵ The President's Tax Proposal to the Congress for Fairness, Growth and Simplicity. Washington, Mai 1985.

- eine Abkehr von 15 Einkommensklassen und Ersatz durch ein überschaubares dreistufiges System mit Grenzsteuersätzen von 15, 25 und 35 vH (vor 1981 betrug der Spitzensteuersatz noch 70 vH);
- eine Ausweitung der Bemessungsgrundlagen und den Abbau von Steuerbegünstigungen, um Ungerechtigkeiten abzubauen;
- ein Abbau der kasuistischen Bevorzugung bestimmter Rechtsformen, Einkunftsarten und Einkommensverwendungen bei der Besteuerung.

45. In den westeuropäischen Ländern und Japan hat sich die Belastung mit Einkommensteuern bis zuletzt sogar noch erhöht, schon weil die Steuerstufen dem weiterhin steigenden Preisniveau nicht angepaßt wurden. Zwar sind vereinzelt Steuersenkungen beschlossen worden, wie beispielsweise in der Bundesrepublik Deutschland; diese dienen aber vor allem verteilungspolitischen Zwecken, nicht der Entschärfung der Steuerprogression. Nur in wenigen Fällen, so im Vereinigten Königreich, sind die Steuern für Unternehmen gesenkt worden.

Der verbreitete Widerstand der europäischen Regierungen gegen durchgreifende Steuer-senkungen beruht vor allem darauf, daß sie keine Chancen sehen, Subventionen und Transfers abzubauen zu können. Tatsächlich scheint die Finanzierung solcher Ausgaben durch Kredite wenig ratsam, versprechen sie doch kaum eine positive Rendite. Werden Subventionen aus kurzfristigen beschäftigungs- oder sozialpolitischen Gründen beibehalten oder aufgestockt und durch Steuern finanziert, verhindern sie mittel- und langfristig erwünschte Anpassungen, sei es, daß sie einer branchenmäßigen und regionalen Differenzierung der Löhne entgegenwirken, sei es, daß hohe Steuern eine stärkere Investitionstätigkeit und damit die Schaffung neuer Arbeitsplätze in noch relativ wettbewerbsfähigen Branchen behindern. Insofern stellen die sozialpolitischen Tabus und die Subventionen in Westeuropa ein nicht zu unterschätzendes Wachstumshindernis dar. Zwar sind in jenen Branchen, die stark exportorientiert sind, durch die massive Abwertung der europäischen Währungen die Absatzchancen verbessert worden. Für die europäischen Volkswirtschaften insgesamt sind aber eine spürbare Verschlechterung der Terms of Trade und ein entsprechender Einkommensverlust manifest geworden.

Förderung der europäischen Integration mit währungspolitischen Mitteln?

46. Die Rechnungseinheit des Europäischen Währungssystems, die European Currency Unit (ECU), die für die Wertbestimmung von Interventionssalden und als Zahlungsmittel für deren Regulierung zwischen den beteiligten Notenbanken geschaffen wurde, hat inzwischen auch im internationalen Bankgeschäft und auf den internationalen Anleihemärkten zunehmende Bedeutung erlangt. Dies hat unter Europapolitikern zu der Vorstellung geführt, die ECU könnte schon jetzt zu einer gemeinschaftlichen Geldmengenpolitik verwendet und als eine dem US-Dollar ebenbürtige Reservewährung etabliert werden; der Europäische Währungsfonds des EWS sollte entsprechend als europäische Zentralbank ausgebaut werden.

47. Die Voraussetzungen für einen solchen Schritt sind aber bei weitem nicht erfüllt. Reservewährungen können nicht einfach durch politische Entscheidung geschaffen werden; sie erlangen ihre Funktion als internationales Forderungssicherungsmittel vielmehr dadurch, daß sie wegen ihrer uneingeschränkten Umtauschbarkeit (Konvertibilität), Verfügbarkeit (Liquidität) und relativen Wertbeständigkeit (Stabilität) weltweit geschätzt, gehan-

delt und gehalten werden. Die ECU besteht jedoch aus einem Korb von Währungen, die nicht gleichermaßen und uneingeschränkt gehandelt werden können, das heißt, für jedermann überall jederzeit konvertierbar sind. Daher ist sie als Alternative zu anderen Reservewährungen (US-\$, DM, Yen, Schweizer Franken) nicht attraktiv genug. Überdies fehlt der ECU die Autorität einer für sie alleinverantwortlichen Notenbank, die die Stabilität ihrer Kaufkraft gewährleisten kann. Eine verlässliche, hinreichend funktionierende europäische Währungspolitik ist nicht durch eine bloße Kombination der bestehenden Kompetenzen und vorhandenen Währungsreserven der Notenbanken der EG-Mitgliedstaaten erreichbar⁶.

48. Eine Währungsintegration, die Mitgliedstaaten zu einer weniger strikten Geldmengenzpolitik veranlaßt, ist nicht erstrebenswert; denn sie begünstigt Inflation statt Währungsstabilität. Je größer der ständige Wertverfall der ECU folglich wäre, desto weniger würden die Bürger auch das Ziel der europäischen politischen Integration anerkennen. ECU-Geldmengenzpolitik setzt voraus, daß die Geldversorgung in den einzelnen Mitgliedstaaten von Notenbanken mit gleichen Kompetenzen und nach gleichen Richtlinien, mit gleicher Entschlossenheit und Unabhängigkeit gesteuert wird. Die dafür notwendigen gesetzlichen Änderungen der Statuten bedingen aber politische Kraftakte von solcher Tragweite, wie sie die Weiterentwicklung der Europäischen Gemeinschaft zur Politischen Union erfordern würde; denn sie würden de facto den Verzicht auf einzelstaatliche Währungssouveränität bedeuten und ebensogut eine einzige gemeinschaftliche Währung möglich machen. Dafür fehlen aber heute und auf absehbare Zeit die politischen Voraussetzungen.

Internationale Verschuldungskrise: Dauerhafte Lösung in Sicht?

49. Die internationale Verschuldungskrise hat sich in den letzten zwei Jahren etwas entspannt. Waren hochverschuldete Länder 1981/82 in eine tiefe Rezession geraten, weisen die meisten nunmehr einen Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Produktion auf. Diese Wende war in großem Maß beeinflußt von externen Faktoren. So wie der Ölpreisschock, die Weltrezession und hohe Zinsen die Expansion in diesen Ländern stoppten, trugen der Aufschwung in den Industrieländern, sinkende Zinsen und nachgebende Ölpreise erheblich zur Erholung der verschuldeten Länder bei. Besonders deutlich war die Wende bei den Exporten. Die lateinamerikanischen Länder, vor allem Brasilien, profitierten insbesondere vom Importsog der Vereinigten Staaten. Dagegen stiegen die Exporte nach Westeuropa wegen der dort nur schwachen Erholung der Inlandsnachfrage nicht nennenswert an. Diese Exporterfolge führten – zusammen mit der Schwäche bei der Einfuhr – dazu, daß sich die Leistungsbilanzen spürbar aktivierten. Einige Länder weisen nunmehr sogar einen Überschuß auf. Die Auslandsverschuldung erhöhte sich folglich nicht mehr so rasch wie in den vorangegangenen Jahren, sie nahm 1984 nur noch etwa so stark zu wie das Sozialprodukt dieser Länder.

50. Besteht nun Aussicht, daß diese günstige Entwicklung anhält und die Verschuldungskrise bewältigt wird? Mehrere Dinge sprechen gegen eine optimistische Sicht. Mit dem Nachlassen des Aufschwungtempos in den Industrieländern, vor allem in den Vereinigten Staaten, nehmen auch die Exportchancen für die verschuldeten Länder ab. Damit dürften die internen Probleme wieder deutlicher hervortreten. Trotz der jüngsten Erholung ist in kaum einem dieser Länder ein Investitionsaufschwung in Gang gekommen, die Investitionen sind vielfach sogar weiter rückläufig; ein dauerhaftes Wachstum ist deshalb nicht in Sicht. Des

⁶ Vgl. zu international verwendeten Währungen Roland Vaubel, *Strategies for Currency Unification*. Kieler Studien, 156, Tübingen 1978.

weiteren gibt es wenig Anzeichen, daß die Kapitalflucht alsbald ein Ende nehmen könnte. Vor allem aber droht einigen Ländern eine Hyperinflation: Bis zuletzt hat die Geldentwertung in Brasilien zugenommen, in Argentinien ist die Marke von 1000 vH erreicht. Dem stehen zwar Stabilisierungserfolge einzelner Länder gegenüber, gleichwohl ist die Inflation fast überall auf einem extrem hohen Niveau. Die erforderliche Anpassung wird möglicherweise dadurch erleichtert, daß mit den jüngsten Umschuldungen Zeit gewonnen wurde. Wenn diese Zeit nicht genutzt wird, droht jedoch eine neue Zuspitzung der Lage.

51. Der Beitrag, den die Industrieländer zur langfristigen Lösung des Verschuldungsproblems leisten können, besteht darin, daß sie die Weichen für einen dauerhaften Aufschwung bei sich selbst stellen. Vielfach wird ein Produktionsanstieg von 2,5 bis 3 vH pro Jahr für erforderlich gehalten, um eine ausreichende Expansion der Ausfuhr der Entwicklungsländer zu gewährleisten⁷. Bei einer solchen globalen Betrachtung wird aber vernachlässigt, daß der Export der Entwicklungsländer durch vielfältige Handelshemmnisse behindert wird. Auch existieren in den verschuldeten Ländern selbst erhebliche Verzerrungen, die die Exporte dämpfen. Außerdem besteht die Gefahr, daß ein Unterschreiten dieses Wachstumsziels Regierungen und Notenbanken veranlaßt, nachfragestimulierende Maßnahmen zu ergreifen, um rasch zu einem höheren, der Vorgabe "entsprechenden" Produktionsanstieg zu kommen. Eine solche Hektik in der Geld- und Finanzpolitik könnte nicht nur die konjunkturellen Ausschläge vergrößern und das Wachstum mindern, sondern auch zur Erwartung höherer Inflationsraten und daher auch zu höheren Zinsen führen. Wenn Industriestaaten den hochverschuldeten Ländern den Ratschlag geben, eine mehr marktwirtschaftliche Politik zu betreiben, stünde es ihnen gut an, im eigenen Land dieselben Prinzipien zu verfolgen. Dazu gehört, daß die Inlandsmärkte liberalisiert und staatliche Regulierungen abgebaut werden und damit den Entwicklungsländern die Chance gegeben wird, die Zinsen für die Auslandsschulden am Markt zu verdienen.

52. Ein anhaltender Produktionsanstieg in den Industrieländern ist keine hinreichende Bedingung für die Bewältigung der Schuldenkrise. Letztlich kommt es darauf an, daß die verschuldeten Länder selbst Maßnahmen ergreifen, um wieder kreditwürdig zu werden. Dabei besteht jedoch das Problem, daß in einigen Ländern die politische Situation nicht stabil ist. Doch kommen sie um drastische Reformen nicht herum, sollen sich die Schwierigkeiten nicht noch weiter verschärfen⁸. Das Problem der Inflation kann nur durch eine Kursänderung in der Geld- und Finanzpolitik bewältigt werden. Mit der restriktiven Geldpolitik sollte eine Verminderung der Haushaltsdefizite einhergehen, um den Kurs glaubwürdig zu machen; denn in der Vergangenheit wurden die Haushaltsdefizite vorwiegend durch Geldschöpfung finanziert. Historische Beispiele belegen, daß bei einer solchen Strategie die realen Einbußen gering sind oder schnell überwunden werden, selbst wenn die Inflation sehr rasch reduziert wird⁹. Dies ist um so wahrscheinlicher, wenn gleichzeitig eine offensive Strategie zum Abbau der Markteingriffe begonnen wird; Preiskontrollen, Mindestlohngesetzgebung, Subventionen für bestimmte Bereiche, Kapitalverkehrskontrollen und Eingriffe in die Handelsströme erschweren Investitionen und vermindern die Produktivität

⁷ Vgl. William Cline, *International Debt: Systemic Risk and Policy Response*. Washington 1984.

⁸ Die Entscheidungen der argentinischen Regierung Mitte Juni 1985 sind zwar drastisch, stellen aber keinen erfolgversprechenden Ansatz zur Lösung der dringenden Anpassungsprobleme dar. Sie entsprechen eher einer Symptomkur. Vgl. für ein erfolgversprechendes Konzept einer Krisenstrategie Bernhard Fischer et al., *Economic Crisis in Argentina and No Way Out?* Institut für Weltwirtschaft, Kieler Arbeitspapiere, 210, Kiel, September 1984.

⁹ Thomas J. Sargent, *The Ends of Four Big Inflation*. In: Robert E. Hall (Hrsg.), *Inflation*. Chicago 1983.

in den betroffenen Ländern. Solche Deregulierungen wären geeignet, die Kapitalflucht zu stoppen, weil die Investoren dann wieder eine Chance sehen dürften, ihr Kapital im Inland sicher und produktiv anlegen zu können.

53. Die Weichen für eine solche Änderung der Politik in verschuldeten Ländern sind aber vielfach nicht gestellt. Die Umorientierung wird auch dadurch nicht wahrscheinlicher, daß internationale Organisationen bei der Vergabe von Krediten bestimmte Auflagen machen. Zu diesen Konditionen gehören häufig Vorgaben über den Saldo der Leistungsbilanz und die Forderung nach einer Abwertung. Tatsächlich kommt es aber nicht in jedem Fall darauf an, daß die verschuldeten Länder ihre interne Absorption zurückdrängen. Länder mit einem hohen Wachstumspotential sollten Kapital aus dem Ausland attrahieren und Investitionsgüter importieren, statt einen Überschuß in der Leistungsbilanz anzustreben. Erfolgreiche Länder in Asien, die ebenfalls recht hoch verschuldet sind, weisen denn auch permanent Defizite in der Leistungsbilanz auf. Eine überschießende Abwertung würde es zudem schwieriger machen, die geforderte Verringerung der Inflation zu erreichen.

54. Eine Richtgröße wie die Verschuldung in vH des Sozialprodukts oder der Exporte ist wenig hilfreich bei der Beurteilung, ob ein Land zu hoch verschuldet ist. Ein Land, das aufgrund von Fehlern in der Wirtschaftspolitik¹⁰ nicht mit einem anhaltenden Wachstum rechnen kann, muß bei einer gleichen Quote anders beurteilt werden als ein Land, das das Auslandskapital zur Stärkung der Marktkräfte und zum Aufbau eines produktiven Kapitalstocks verwendet. Die „optimale“ Verschuldung liegt in den Ländern mit hoher Inflationsrate und einer schwachen Wachstumsdynamik sicherlich sehr viel niedriger. Dies wird dadurch deutlich, daß gegenwärtig viele Länder in Lateinamerika kaum noch Kapital am internationalen Finanzmarkt erhalten, während erfolgreiche Staaten in Asien in dieser Hinsicht keine Probleme haben.

55. Wenn von den Problemländern nun vor allem eine restriktive Politik gefordert wird, neigen sie meist dazu, die Importe zu begrenzen und – zum Abbau der öffentlichen Defizite – die Steuern zu erhöhen, um so die Vorgaben rasch zu erfüllen. Beides ist aber nicht im Interesse einer dauerhaften Lösung und verschärft das Problem sogar, da solche Maßnahmen in der Regel nicht durchzuhalten sind, wenn sie eine Rezession bewirken. Die Erreichung bestimmter Auflagen ist auch insofern problematisch, als die Leistungsbilanz kein Aktionsparameter, sondern eine endogene Variable ist. Ebenso ist die „richtige“ Abwertung nicht bestimmbar, denn sie hängt auch davon ab, ob ein Wechsel in der Politik glaubhaft gemacht werden kann oder nicht. Maßstab kann auch nicht sein, daß die jährlich fälligen Zinszahlungen durch einen Überschuß in der Leistungsbilanz zu finanzieren seien, damit die Verschuldung nicht weiter zunimmt. Dies würde in einigen Fällen erfordern, daß der Überschuß 4 bis 5 vH des Sozialprodukts ausmacht – eine so hohe Quote ist über eine längere Zeit nur von so erfolgreichen Exportländern wie Japan erzielt worden.

56. Eine Orientierung an solchen Schlüsselgrößen kuriert also meist nur Symptome, führt aber möglicherweise nicht zu dem eigentlichen Ziel, nämlich der Wiederherstellung der Kreditwürdigkeit der verschuldeten Länder. Auch mindert die Vergabe von Krediten durch internationale Organisationen unter Umständen das Bemühen um Anpassung in den verschuldeten Ländern („moral hazard“), ebenso aber auch das Bemühen der Geschäftsbanken, besondere Risikoüberlegungen anzustellen¹¹. Das Schuldenmanagement „von Fall zu Fall“

¹⁰ Alarmsignale für die Abnahme der Kreditwürdigkeit sind steigende Inflation, wachsende Haushaltsdefizite, zunehmende Eingriffe in den Marktprozeß und eine beginnende Kapitalflucht.

¹¹ Vgl. Peter Nunneknamp, Bank Lending to Developing Countries and Possible Solutions to International Debt Problems. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Arbeitspapiere, 225, Kiel, Januar 1985.

ist ebenfalls nicht optimal; eine Vorgabe von generellen Regeln wäre besser geeignet, die Erpreßbarkeit zu mindern und somit die Vergabe von (durch Steuergelder) subventionierten Krediten weniger risikoreich zu gestalten¹².

57. Alles in allem scheint die Gefahr groß, daß die Besserung der Situation in vielen hochverschuldeten Entwicklungsländern weitgehend zyklisch, also nicht nachhaltig ist, insbesondere weil es in manchen Ländern an eigenen Anstrengungen fehlt. Bei wieder schwächer expandierender Weltkonjunktur und sich noch verschärfenden Stabilisierungsproblemen in einigen Ländern kann sich herausstellen, daß zumindest in einzelnen Fällen die Kredite abzuschreiben sind. In jedem Fall wäre es sinnvoll, auch heute schon marktgerechte Lösungen einzuleiten, insbesondere die Neuverschuldung über den internationalen Finanzmarkt abzuwickeln, anstatt das Risiko bei den Marktteilnehmern durch Subventionen zu vermindern. Nur dann nämlich bestehen Anreize für die verschuldeten Länder, selbst für ihre Kreditwürdigkeit zu sorgen. Ohne solche Bemühungen läßt sich die Verschuldungsproblematik kaum lösen.

Summary

Industrial Countries: Prolonged Economic Weakness?

After two years of recovery, economic expansion in the industrial countries has slowed down distinctly. During the first half of 1985 overall production increased at an annual rate of only 2 percent. Compared to the last two years when the American economy was growing more dynamically, the differences of production growth in the industrial countries have narrowed considerably. Since the summer of 1984, industrial production in the United States has grown less than in many other countries. But this does not mean that the global economic expansion would now be supported to the same degree by Western Europe and Japan: Demand is still growing faster in the United States than elsewhere. However, this has not led to a correspondingly large expansion of production for the American economy, because the real appreciation of the dollar has improved remarkably the competitive position of foreign producers in the sector of internationally tradable goods.

The cyclical fluctuations of production in the industrial countries can mainly be attributed to the unsteadiness of monetary policy. A strong monetary expansion in the United States preceded the upswing in 1983 and 1984. However, in order to avoid jeopardizing the price stability already achieved and the strong position of the dollar the expansive policy was not maintained for very long. This change in policy occurred abruptly rather than gradually with the consequence that demand was dampened since mid-1984. The continuing favourable tax conditions, especially the remarkably reduced income tax and the generous depreciation allowances could not prevent the economy from suffering a cyclical decline; this does not preclude that supply side oriented fiscal policy had given momentum to production growth and particularly to investments in the period before.

The recovery in the last two years turned out to be very much weaker in Western Europe than in the United States. The real growth in GNP was only 2 percent p.a. Impediments on the supply-side were the reason for the lack of a stronger economic improvement. These obstacles were generated in the 1970's when markets in Europe became more and more regulated, price relations were distorted by fights about income distribution and marginal tax rates increased; at the same time the central banks strove to sustain as much growth as

¹² Vgl. Roland Vaubel, *The International Organisations and the International Debt Problem: The Next Steps*. Unveröff. Manuskript.

possible with excessive monetary expansion. As opposed to previous upswings monetary expansion in the 1980's was kept relatively tight; this fact may explain that even the cyclical recovery remained subdued. The crucial reason for this behaviour of the central banks might have been the strong depreciation of the European currencies against the dollar.

Since the beginning of 1985 some of the factors influencing cyclical developments in the industrial countries have changed remarkably:

- Monetary expansion accelerated again in the United States and Japan, but less distinctly in Western Europe. The central banks thereby reacted to the weakening of the economy to which they had contributed by their unsteady and restrictive policies in the course of 1984. The Federal Reserve Board allowed the money stock to increase far more than planned.
- In nearly all countries interest rates are decreasing both as a result of weak economic performance and sustained low inflation rates, as well as a consequence of monetary relaxation and international efforts to reduce public deficits. In spring real interest rates – measured as the difference of long-term nominal interest rates and inflation rates – were again as low as they were in winter 1982/83.
- In 1985/86 it is not anticipated for most countries that inflation rates will rise to a point that would necessitate a return to a restrictive economic policy. Since considerable capacities were built up in the 1970's and remained idle, competition in the area of internationally tradable goods is particularly intense. The prices in the international raw material markets, not least in the oil-markets, are under pressure; this eases the situation of the industrial countries. With the dollar at a lower level external price increases will be reduced especially in Western Europe and Japan.
- In some Western European countries tax reductions become effective in 1986. Compared to what is required and in comparison with the tax reductions in the United States and the American tax plans for the next future, they are trifling. The tax cuts planned for the United States promise to strengthen long-run growth there.

These trends in economic conditions stand for a somewhat stronger expansion of demand and production in the industrial countries in the course of 1985 and 1986. The United States will not play the role of a locomotive as it did in 1983/84, because the current fiscal policy will not again exert strong stimuli; after the previous boom it is likely that private sector expenditure will expand more moderately as private borrowing has grown relatively high and because the tax burden for enterprises is expected to rise somewhat. The high level of the dollar will remain a factor for a stronger import penetration; therefore domestic production will continue to expand at a slower pace than demand.

In Western Europe and Japan economic activity will be further supported by exports, but the impetus especially from the United States will not be as strong as it was in 1983/84. It can be expected that domestic expansive forces will be strengthened as a result of an easing of monetary policy, tax reductions and lower interest rates. Increased investment will not only favour those sectors which profit most from exports as it has in the past; with a slight growth in employment private consumption will also increase. Divergent trends across sectors will be reduced in Western Europe and Japan.

These trends point towards a growth in real GNP of about 3 percent in 1985 and 1986 in the United States and thus to a stronger expansion than in Western Europe. At this growth rate unemployment will hardly change in Europe and remain higher than in the United States and Japan. Only in a few countries inflation is likely to decrease somewhat further in 1985 and 1986.