

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

**Article — Digitized Version**

## Industrieländer: nachlassende Expansion bei ungelösten Anpassungsproblemen

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 (1984) : Industrieländer: nachlassende Expansion bei ungelösten Anpassungsproblemen, Die Weltwirtschaft, ISSN 0043-2652, Springer, Heidelberg, Iss. 1, pp. 1-19

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/3073>

**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: Nachlassende Expansion bei ungelösten Anpassungsproblemen

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

1. In den westlichen Industrieländern besteht die Gefahr, daß die konjunkturellen Auftriebskräfte nach einer Erholungsphase von nur einem Jahr schon wieder erlahmen. Der Optimismus hinsichtlich der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung ist im Frühjahr 1984 deutlich geringer als noch zu Jahresbeginn. Dies ist vor allem in Westeuropa problematisch, wurde doch hier der Produktionsrückgang der Jahre 1980-1982 noch nicht wieder aufgeholt. In den Vereinigten Staaten und Japan bewegt sich die wirtschaftliche Aktivität inzwischen zwar auf einem deutlich höheren Niveau, aber auch hier sind die Beschäftigungsprobleme noch nicht gelöst. Eine länger anhaltende Schwächephase in den Industrieländern wäre nicht zuletzt für viele Entwicklungsländer, die mit erheblichen Verschuldungsproblemen kämpfen, eine schwere Belastung.

2. In vielen Ländern gibt es weiterhin erhebliche Wachstumshemmnisse. Zwar konnte 1983 eine Konjunkturerholung in Gang gesetzt werden, weil die Notenbanken die Geldmenge zeitweise überaus stark ausweiteten. Inzwischen ist die monetäre Expansion weltweit aber wieder gedämpft worden. Dieses Hin und Her der Geldpolitik erschwert die Orientierung erheblich. Vielerorts hat die geldpolitisch induzierte Besserung dazu beigetragen, strukturelle Anpassungen als nicht mehr so dringlich erscheinen zu lassen. So wird vor allem in Westeuropa knappes und teures Kapital nach wie vor für Subventionen und Transfers verwendet; damit aber werden überholte Strukturen und Verhaltensweisen konserviert. All dies trägt dazu bei, daß die Zinsen seit Jahren so hoch sind. Sie sind eine schwere Hypothek für jene, die neu investieren wollen. Lediglich in den Vereinigten Staaten sind die steuerlichen Belastungen wesentlich reduziert, die Löhne den Markterfordernissen flexibel angepaßt und Regulierungen abgebaut worden, was erklärt, warum hier die Aufschwungskräfte trotz hoher Zinsen bislang am stärksten waren.

## Die wirtschaftliche Lage nach einem Jahr Aufschwung

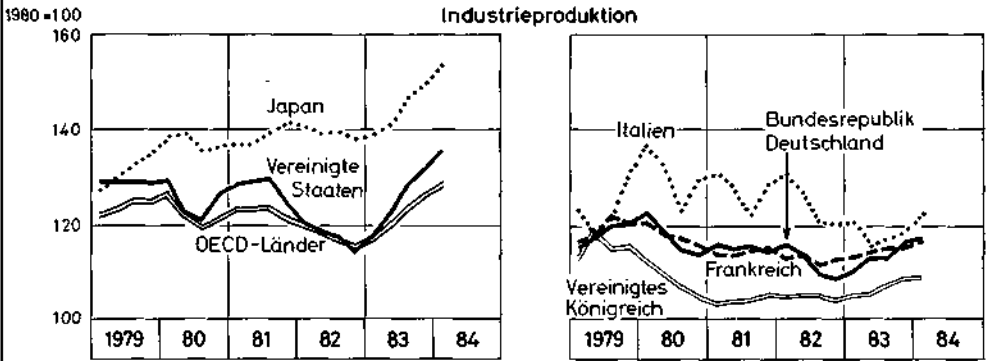
3. Die meisten Industrieländer können im Frühjahr 1984 auf ein Jahr des Aufschwungs zurückblicken. Nachfrage und Produktion sind seit Anfang 1983 insgesamt deutlich gestiegen, so daß auch der Auslastungsgrad des Produktionspotentials wieder zunahm. In einigen Ländern expandierte die Wirtschaft stärker als erwartet; dies trifft vor allem für die Vereinigten Staaten und Kanada zu, die indes 1982 besonders stark in den Strudel der Rezession geraten waren. In den meisten westeuropäischen Ländern dagegen hatten es die Aufschwungskräfte recht schwer, sich durchzusetzen (Schaubild 1).

4. Beim Vergleich mit früheren Aufschwungsphasen fällt auf, daß die konjunkturelle Entwicklung international nicht mehr so synchron verläuft wie in den siebziger Jahren und daß das Aufschwungstempo zumeist niedriger als in vorangegangenen Zyklen ist (Tabelle 1):

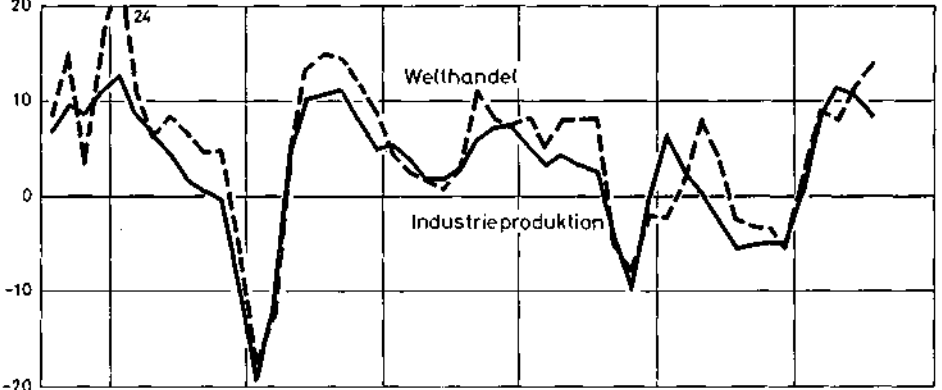
- Eine stark synchrone Entwicklung hatte sich insbesondere 1974/75 herausgebildet, als die Industrieländer nach dem ersten Ölpreisschock zunächst gemeinsam in eine Rezession abglitten und danach einen weitgehend parallelen Aufschwung verzeichneten. Später fächerte sich die Entwicklung international wieder etwas auf: 1977 schwächten sich die Auftriebskräfte in den westeuropäischen Ländern, nicht aber in den Vereinigten Staaten,

Schaubild 1

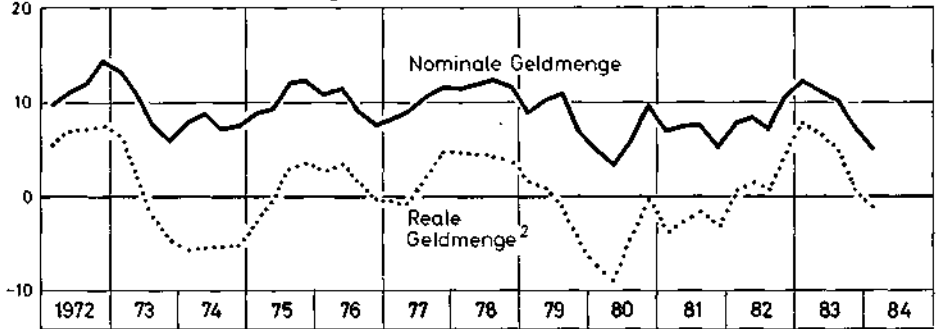
### Industrieproduktion, Welthandel und Geldmenge in den Industrieländern



<sup>1</sup>Industrieproduktion der OECD-Länder und Welthandel



Nominale und reale Geldmenge (M1) in den OECD-Ländern



<sup>1</sup>Veränderung gegenüber dem Niveau zwei Quartale zuvor (Jahresrate). -<sup>2</sup>Deflationiert mit den Verbraucherpreisen.



Tabelle 1 – Zunahme des realen Bruttosozialprodukts ausgewählter Industrieländer  
1960–1984

Land	1960–1964	1965–1969	1970–1974	1975–1979	1980–1984
	– Anfangsquartal des Aufschwungs und durchschnittliche jährliche Zunahme des BSP in den ersten fünf Quartalen –				
Vereinigte Staaten ...	1961,I: 6,2		1971,I: 5,3	1975,II: 5,4	1983,I: 6,7
Japan .....	1963,I: 15,2	1966,I: 12,5	1972,I: 10,9	1975,II: 6,1	1983,II: <sup>1</sup> 5,0
Bundesrepublik Deutschland .....	1963,II: 9,2	1967,III: 6,9	1972,I: 6,5	1975,III: 1977,IV: 5,4 4,3	1983,I: 2,9
Frankreich .....	1963,II: 10,4	1965,II: 6,4		1975,III: 1978,I: 5,0 4,1	1981,II: 2,7
Vereinigtes Königreich .....	1962,II: 4,6	1968,I: 4,2	1972,II: 7,4	1975,IV: 1977,IV: 5,1 3,6	1981,IV: 3,7
Italien .....	1960,I: 9,4	1965,I: 5,8	1971,II: 2,6	1975,III: 1978,I: 5,8 5,1	1983,III: <sup>1</sup> 4,9

<sup>1</sup> Die ersten vier bzw. drei Quartale des Aufschwungs.

Quelle: OECD, Quarterly National Accounts, Paris, lfd. Jgg. – Eigene Berechnungen.

wieder deutlich ab. Der zweite Ölpreisschock von 1979/80 wurde wieder zu einer gemeinsamen Belastung, auf die mit einer gleichgerichteten Restriktionspolitik reagiert wurde. Aus der nachfolgenden Rezession gab es dann anders als 1975 keinen weltweit raschen Aufbruch. Zwar kam es in einigen Ländern, so in den Vereinigten Staaten und Frankreich, schon 1980/81 zu konjunkturellen Erholungstendenzen, diese hielten aber nicht an. Ende 1981 begannen sich die Expansionskräfte im Vereinigten Königreich durchzusetzen. Erst Anfang 1983 folgten die Vereinigten Staaten und die Bundesrepublik Deutschland, danach Japan und Italien. Dagegen blieb die wirtschaftliche Aktivität in Frankreich auch zuletzt noch gedrückt.

- Die Aufschwungskräfte weisen gegenwärtig nur in den Vereinigten Staaten eine Dynamik auf, die ähnlich stark wie in früheren Zyklen ist. Wie in den sechziger und siebziger Jahren lag die durchschnittliche Expansionsrate des realen Bruttosozialprodukts in den ersten fünf Aufschwungsquartalen bei 6 vH. Demgegenüber ist das Expansionstempo in den meisten westeuropäischen Ländern und Japan schwächer als in früheren Aufschwungsphasen. Zumeist paßt dies zu der Beobachtung, daß die Wachstumsdynamik in diesen Ländern trendmäßig nachgelassen hat und daß sich daran bislang nichts geändert hat.

5. Im Verlauf des Aufschwungs sind auch die Investitionen wieder gestiegen. In den meisten Ländern zeigten sie damit die gewohnt zyklischen Reaktionen, sei es, weil sich der Auslastungsgrad der vorhandenen Kapazitäten erhöht hatte, sei es, weil Sachanlagen nach Jahren der Investitionsschwäche überaltert waren. Gleichzeitig hatten sich durch höhere Gewinne und kräftige Kurssteigerungen auf den Aktienmärkten die Finanzierungsbedingungen wesentlich verbessert. Dagegen blieb die Neigung, langfristige Kredite auf den Finanzmärkten aufzunehmen, in den meisten Ländern angesichts der hohen Zinsen gedämpft. Ungünstige Zinskonditionen standen insbesondere einer Erholung der Bauinvestitionen im Wege, sofern nicht – wie vor allem in den Vereinigten Staaten – steuerliche Entlastungen wirksam wurden und die Zahl der Haushaltsgründungen stark zunahm.

6. Auch der Welthandel spiegelt wider, daß die konjunkturelle Erholung im zweiten Halbjahr 1983 international an Breite gewann; die realen Exporte nahmen beschleunigt zu. Begünstigt wurde diese Entwicklung auch dadurch, daß die Entwicklungsländer und die OPEC-Länder ihre Importe nicht weiter verringerten, sondern eher wieder erhöhten. Angesichts der nur langsamen Erholung in Westeuropa überrascht es jedoch nicht, daß der Welthandel im ersten Jahr des gegenwärtigen Aufschwungs nicht ganz so stark zugenommen hat wie beispielsweise 1975/76. Auch zuletzt gingen die stärksten Impulse für den Welthandel von der günstigen Konjunktorentwicklung in den Vereinigten Staaten aus.

7. Die konjunkturelle Besserung hat sich entlastend auf den Arbeitsmärkten ausgewirkt. Aber nur in den Vereinigten Staaten und Kanada ist die Beschäftigung deutlich gestiegen und die Arbeitslosigkeit spürbar zurückgegangen. In den meisten westeuropäischen Ländern, aber auch in Japan, war die konjunkturelle Besserung lediglich stark genug, um einen weiteren Rückgang der Beschäftigung zu verhindern und den Anstieg der Arbeitslosenquote zu bremsen. In diesen Ländern steht somit eine Wende zum Besseren auf den Arbeitsmärkten noch aus.

8. Relativ günstig verlief 1983 die Preisentwicklung. Die Inflationsrate für alle Industrieländer zusammengenommen sank auf etwa 6 vH, nachdem sie 1980 noch bei rund 12 vH gelegen hatte. Allerdings hat sich die Preisentwicklung, ähnlich wie die Konjunktur, international stärker differenziert: So stieg das Preisniveau in den Vereinigten Staaten wieder etwas rascher, während die Inflationsrate in Westeuropa bis zuletzt weiter zurückging. Wie moderat insgesamt das Preisklima blieb, zeigt sich auch auf den internationalen Märkten für Industrierohstoffe. Zwar zogen die Notierungen seit Anfang 1983 etwas an, diese Entwicklung beschleunigte sich danach aber nicht; offenbar ist die Nachfragebesserung begrenzt und die Angebotselastizität bei vielen Rohstoffen relativ groß.

9. Insgesamt signalisieren die wirtschaftlichen Daten im Frühjahr 1984, daß sich die Lage verglichen mit den Jahren 1980-1982 spürbar verbessert hat. Zwar ist die Situation vielfach noch unbefriedigend, doch war lange Zeit noch eine ungünstigere Entwicklung erwartet worden. Ist nun die Gewähr dafür gegeben, daß sich die konjunkturelle Aufwärtsentwicklung fortsetzt, der Aufschwung dort, wo er bislang relativ schwach war, an Kräften gewinnt, damit von daher die Arbeitslosigkeit abgebaut werden kann? Die aktuellen Tendenzen bei Nachfrage und Produktion lassen Zweifel aufkommen.

#### **Vereinigte Staaten: Expansionstempo wird geringer**

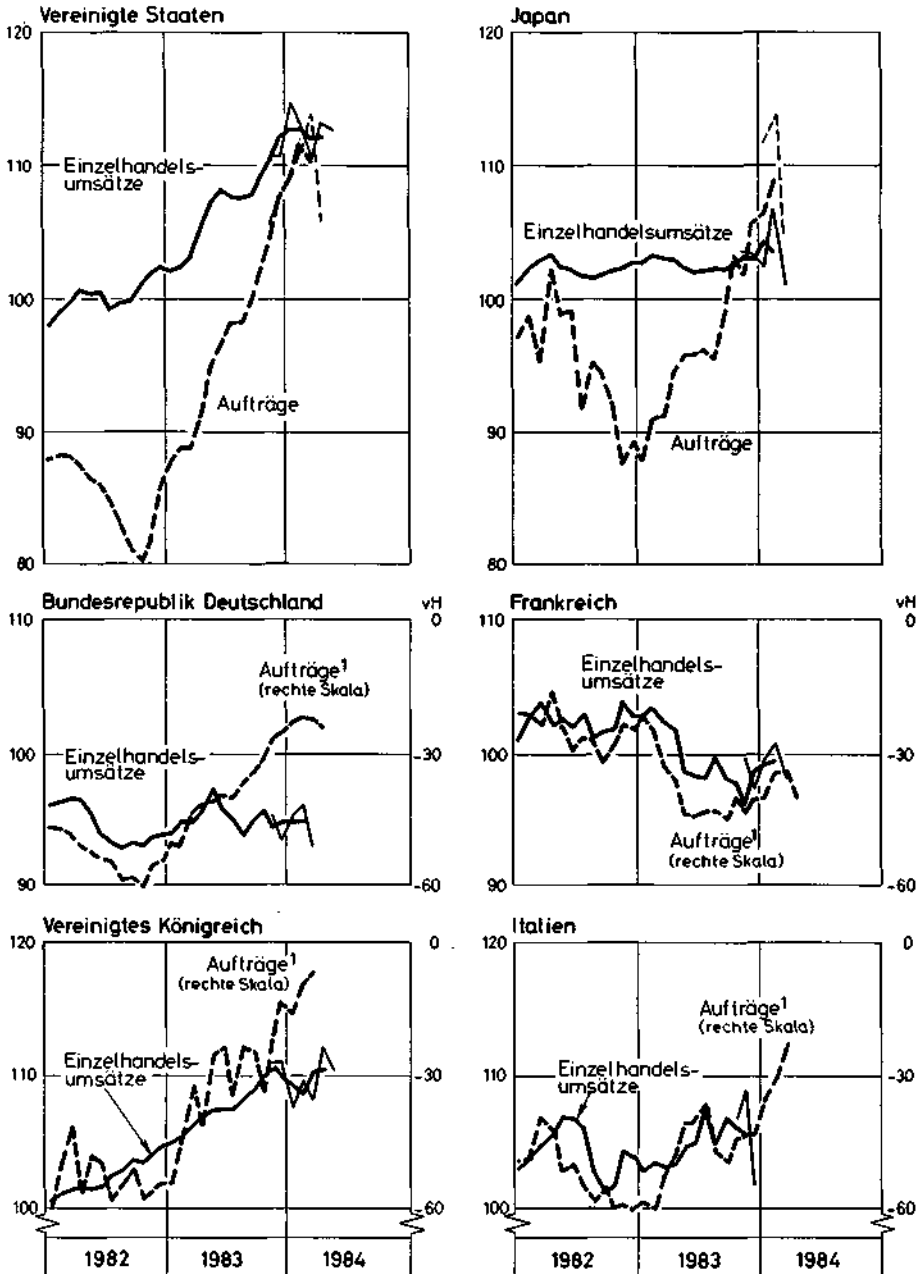
10. In den Vereinigten Staaten hat sich die konjunkturelle Expansion zu Beginn des zweiten Aufschwungsjahres nochmals beschleunigt; das reale Bruttosozialprodukt stieg im ersten Quartal 1984 mit einer Jahresrate von annähernd 9 vH und damit entgegen den Erwartungen fast so stark wie im Frühjahr 1983. Diese hohe Rate war insbesondere Folge einer kräftigen Aufstockung der Lagerbestände. Betrachtet man nur die Verkäufe amerikanischer Unternehmen an Endverbraucher und Investoren, so lag die Expansionsrate wie schon im Vorquartal bei etwa 4 vH. Allerdings nahm die Nachfrage nach ausländischen Gütern und Diensten noch stärker zu, da diese wegen der starken Dollaraufwertung überaus preisgünstig angeboten wurden.

11. Hinter der insgesamt kräftigen konjunkturellen Expansion stehen jedoch seit Jahresbeginn ausgeprägte monatliche Schwankungen bei den wichtigsten Nachfrage- und Produktionsindikatoren, die nicht zuletzt auf zeitweise ungünstige Witterungsumstände zurückgehen (Schaubild 2). Bei wichtigen Daten, wie beispielsweise den Einzelhandelsumsätzen, Wohnungsbaubeginnen und Auftragseingängen, fällt jedoch auf, daß sie im Frühjahr das

Schaubild 2

### Reale Einzelhandelsumsätze und Aufträge der Industrie in wichtigen Ländern

1980 = 100



<sup>1</sup>Beurteilung der Auftragsbestände, Saldo der positiven bzw. negativen Antworten der befragten Unternehmen.



Niveau von Jahresbeginn nur noch wenig überschritten. Indessen hielt der Lageraufbau, wie der weitere kräftige Anstieg der Industrieproduktion signalisiert, bis zuletzt an. Angesichts der inzwischen wieder deutlich gestiegenen Zinsen auf den amerikanischen Kreditmärkten könnte allerdings auch bei den Lagerdispositionen ein gewisser zyklischer Höhepunkt erreicht worden sein, so daß die konjunkturelle Expansion nun in ruhigeres Fahrwasser einmünden wird.

#### **Schon wieder Schwächetendenzen in Westeuropa**

12. In den meisten westeuropäischen Ländern hatte sich das Expansionstempo im Winterhalbjahr 1983/84 deutlich verstärkt; die relativ schwache Aufwärtsentwicklung in der ersten Phase des Aufschwungs schien damit überwunden. Besonders erfreulich war, daß zumeist auch die Investitionen wieder stiegen.

13. Die Konjunkturindikatoren vom Frühjahr 1984 signalisieren jedoch, daß die wirtschaftliche Besserung kaum noch voranschreitet. Aufträge und Produktion sind in den meisten Ländern gegenüber dem Stand zu Jahresbeginn eher wieder etwas gesunken, die Arbeitslosenzahlen sind nicht weiter zurückgegangen. Auch der Außenhandel hat etwas an Schwung verloren. Spürbar erlahmt sind die Auftriebskräfte vor allem in der Bundesrepublik Deutschland und im Vereinigten Königreich, die von allen westeuropäischen Ländern bislang den stärksten Produktionsanstieg verzeichneten. Allerdings wird die Interpretation der wirtschaftlichen Daten im Vereinigten Königreich und in der Bundesrepublik Deutschland dadurch erschwert, daß in wichtigen Bereichen gestreikt wird.

14. Schwächetendenzen sind insbesondere beim privaten Verbrauch sichtbar, der sich 1983 nach und nach erholt hatte. Gegenwärtig wird die Verbrauchsneigung gleich durch mehrere Faktoren belastet, so durch die hohe und weiter zunehmende Arbeitslosigkeit, durch hohe und weiter steigende Steuern und Abgaben bei real stagnierenden Verdiensten sowie durch hohe und teilweise wieder höhere Zinsen. In den Niederlanden, in Belgien und Dänemark überrascht diese Entwicklung auch deshalb nicht, weil strenge einkommenspolitische Restriktionen wirksam wurden. In einigen Ländern setzte man die automatische Anpassung der Löhne an die Inflationsentwicklung aus, da man nur so die Möglichkeit sah, überhöhte Reallohnpositionen korrigieren zu können.

#### **Japan mit kräftigen Impulsen vom Export**

15. Deutlicher noch als in den meisten anderen Industrieländern hat sich die konjunkturelle Expansion in Japan zu Anfang 1984 beschleunigt. Ausschlaggebend dafür war, daß die Ausfuhr nicht nur in die Vereinigten Staaten, sondern auch nach Westeuropa überaus rasch ausgeweitet werden konnte. Hinzu kam, daß die japanischen Unternehmen verstärkt investierten, nachdem die Kapazitätsauslastung im Verlauf von 1983 kräftig gestiegen war. Im Unterschied zu den Investitionen blieb die Expansion der privaten Konsumausgaben auch Anfang 1984 gedämpft.

16. Im Frühjahr nahmen die Aufträge der japanischen Industrie aber nicht mehr so stürmisch zu wie zur Jahreswende. Anders als zuvor wurde auch wieder auf Lager produziert. Angesichts der vielfach recht niedrigen Lagerbestände könnte sich diese Tendenz zunächst noch fortsetzen, freilich nicht für lange Zeit, insbesondere wenn – was sich nun wohl abzeichnet – die Auslandsnachfrage an Schwung verliert.

#### **Wieder größere Konflikte auf den Arbeitsmärkten**

17. Nachdem in den letzten Jahren die Konflikte auf den Arbeitsmärkten deutlich abgeklungen waren, scheint die relative Ruhe nunmehr in einer Reihe von Ländern vorüber zu sein.

Vor allem in den westeuropäischen Ländern häufen sich die Arbeitsniederlegungen. Länger anhaltende Streiks gibt es vor allem im Vereinigten Königreich und in der Bundesrepublik Deutschland. Dabei geht es in den meisten Fällen nicht so sehr um die Durchsetzung von Lohnforderungen. Viele Gewerkschaften in Westeuropa drängen darauf, die tarifliche Arbeitszeit zu verkürzen. Andere wehren sich dagegen, daß die Löhne nicht mehr automatisch der Preisentwicklung angepaßt werden sollen (Italien) oder daß der Staat nicht mehr wie bisher strukturell schwache Bereiche wie die Stahl- und Kohleindustrie stützt (Frankreich, Vereinigtes Königreich).

18. Diese Aktionen der Gewerkschaften - ebenso wie jene anderer Gruppen - dokumentieren den verbreiteten Widerstand gegen strukturelle Veränderungen in Westeuropa. Traditionelle Arbeitsplätze sollen verteidigt werden, obwohl sie bei freiem internationalen Wettbewerb keinen Bestand hätten. Da kein Vertrauen besteht, daß im Zuge eines Wachstumsprozesses genügend Arbeitsplätze entstehen können, um die Arbeitslosigkeit spürbar zu verringern, soll das vorhandene Arbeitsvolumen auf mehr Köpfe verteilt werden. Tatsächlich hat die Beschäftigung in Westeuropa schon in den siebziger Jahren kaum noch zugenommen. Dies ist jedoch nicht dem Markt anzulasten, sondern Folge des starken Anstiegs der Arbeitskosten. In dieser Beziehung unterscheiden sich die westeuropäischen Länder wesentlich von den Vereinigten Staaten, wo das Vertrauen in die Marktkräfte weitaus ausgeprägter ist; dank relativ niedriger und differenzierter Reallöhne sowie weniger restriktiver Arbeitsmarktregulierungen ist dort die Beschäftigung in den siebziger Jahren und auch seit Anfang 1983 kräftig gestiegen.

#### **Bleibt es bei einer stabilitätsorientierten Geldpolitik?**

19. Bis zum Frühjahr 1984 blieb es in den Industrieländern insgesamt bei einer mäßigen Expansion der Geldmenge. Seit etwa einem Jahr steigt M1 international mit einer Rate, die nur halb so hoch ist wie zuvor. Fiel die Korrektur der expansiven Geldpolitik zunächst relativ leicht - es war in mehreren Ländern eine deutliche wirtschaftliche Erholung in Gang gekommen -, ist heute unsicher, ob der neue Kurs fortgesetzt wird. Denn vielfach drängen sich - mit Unterschieden von Land zu Land - neue Probleme auf, die die Notenbanken in eine Dilemmasituation bringen könnten, sei es, weil die Konjunktur - als Folge der auslaufenden Impulse - an Schwung verliert, sei es, weil die Verschuldungsprobleme wieder an Brisanz gewinnen.

20. Am nachhaltigsten wurde der Expansionskurs, der bis Mitte 1983 in vielen Ländern betrieben worden war, in der Bundesrepublik Deutschland korrigiert. Nahm die Geldmenge im ersten Halbjahr 1983 noch mit zweistelligen Raten zu, so blieb sie danach fast unverändert. Die meisten Länder, die zum Europäischen Währungssystem (EWS) gehören, verfolgten einen ähnlichen Kurs. Im Gegensatz dazu hat sich im Vereinigten Königreich die monetäre Expansion wieder beschleunigt, da man hier bereit war, Abwertungstendenzen der Währung zu tolerieren. Keine Kursänderung wurde in Japan vorgenommen. Es ist das einzige größere Industrieland, das seit einigen Jahren einen beharrlichen Stabilitätskurs verfolgt und deshalb nur noch einen geringen Preisanstieg verzeichnet.

21. Nur mit großen Schwierigkeiten ist der Kurs der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten auszumachen; hier weisen die laufenden Zuwachsraten der verschiedenen Geldmengenaggregate starke Schwankungen auf. Die Notenbank hat in den letzten vier Jahren auf jeweils wechselnde Herausforderungen reagiert: Zeitweise versuchte sie, bei konjunkturellen Schwächetendenzen die Nachfrage anzuregen, zeitweise wollte sie neuen Inflationsbefürchtungen begegnen; dann wieder gab die Verschuldungskrise Anlaß zu einer Kursänderung.



Die Notenbank hat somit, drückt man es positiv aus, "flexibel" reagiert, um jeweils "das Schlimmste" zu vermeiden. Ergebnis waren aber hektische Änderungen der monetären Expansion, die anscheinend eher einem Zufallsprozeß<sup>1</sup> folgten. Wegen der verbreiteten Wechselkursorientierung der Geldpolitik in den anderen Ländern sind diese Schwankungen der monetären Expansion international übertragen worden.

22. Die Folge einer solchen un stetigen Politik ist, daß die Unsicherheit bezüglich der zu erwartenden Inflation zunimmt und die Kassenhaltung der Unternehmen und Haushalte steigt. Auch sind deshalb die Zinsen höher und schwanken stärker. Freilich ist es schwierig, das Ausmaß dieser Einflüsse abzuschätzen; doch spricht vieles dafür, daß eine Beseitigung dieser Unsicherheit über die Geldpolitik die Zinsen bereits nennenswert reduzieren würde. Erforderlich wäre daher eine Verstetigung des Kurses, und zwar auf einem Pfad, der mit einer niedrigen Inflationsrate vereinbar ist. Aufgrund längerer Erfahrungen wäre die entsprechende Expansionsrate von M1 in den Vereinigten Staaten eher am unteren Rand des Zieltrichters von 4 bis 8 vH zu halten.

### Wieder steigende Zinsen

23. Vielfach wird der weltweite Aufschwung dadurch als gefährdet angesehen, daß die Zinsen in den Vereinigten Staaten schon seit Frühjahr 1983 wieder steigen, eine Tendenz, die sich seit Anfang 1984 noch deutlich verstärkte. Dies gilt sowohl für die kurzfristigen als auch für die langfristigen Zinsen (Schaubild 3). In den meisten anderen Ländern sind die Zinsen dieser Entwicklung nicht oder nur teilweise gefolgt, aber auch nicht weiter gesunken. Die Frage ist nun, ob die Zinsentwicklung den wirtschaftlichen Gegebenheiten entspricht. Unabhängig davon bleibt das Problem, worauf das hohe Zinsniveau, das seit Jahren zu beobachten ist, zurückgeht und ob dieses ein dauerhaft hohes Wachstum zuläßt.

24. Von einem effizienten Finanzmarkt erwartet man, daß er Veränderungen in den Knappheitsrelationen in Zinsänderungen umsetzt. Dabei können auf Angebot und Nachfrage vielfältige Faktoren, und das in wechselnden Kombinationen, einwirken:

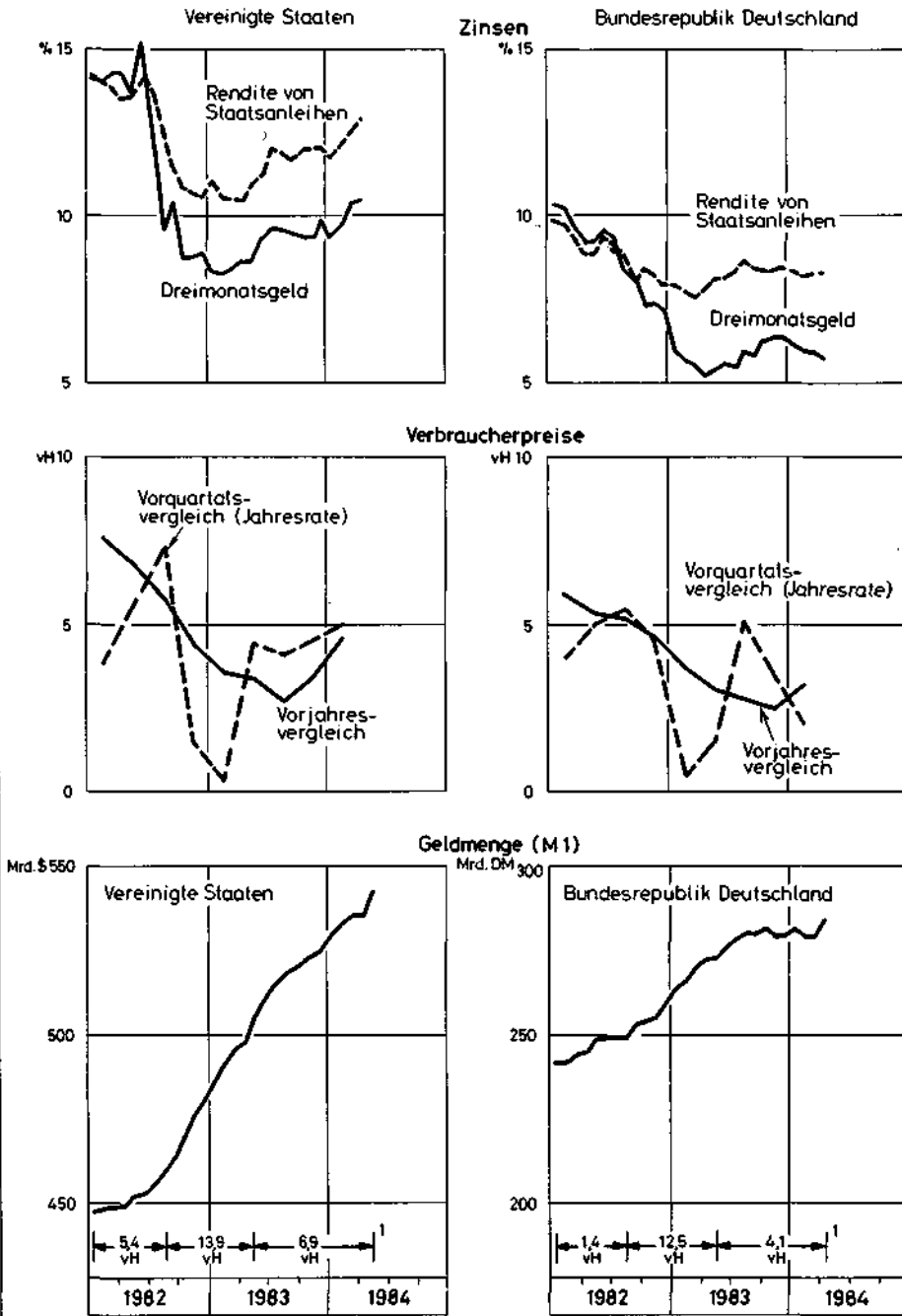
- Verbesserte Absatz-, Ertrags- und Beschäftigungserwartungen erhöhen die Investitions- und Verschuldungsbereitschaft, wobei die Klimaverbesserung wiederum verschiedene Ursachen haben kann.
- Höhere Inflationserwartungen dämpfen die Neigung zu Finanzinvestitionen und stimulieren die Kreditnachfrage.
- Liquiditätspolitische Maßnahmen der Notenbank beeinflussen das Angebot auf den Finanzmärkten, können aber in ihrer Zinswirkung aufgehoben werden, je nachdem, wie die Geldpolitik ihrerseits Absatz-, Ertrags- und Inflationserwartungen tangiert.

25. Der Zinsanstieg in den Vereinigten Staaten geht wohl auf die Kombination mehrerer Faktoren zurück. Zum einen verstärkte sich mit der zunehmenden Dauer des Aufschwungs die Kreditnachfrage der Unternehmen und privaten Haushalte, ohne daß sich die hohe

<sup>1</sup> Nach Berechnungen von Mascaro und Meltzer folgen die vierteljährlichen Veränderungen der Geldmenge in den Vereinigten Staaten seit 1979 mehr oder weniger einem "random walk". Das bedeutet, daß sich aus der Geldpolitik bis zur Gegenwart nicht ableiten läßt, wie der Kurs in der nächsten Periode sein wird; ein konstantes Reaktionsmuster der Notenbank zur Erklärung der Varianz in der Geldmengenerweiterung ist nicht zu erkennen. Die beste Prognose ist danach, die jeweils aktuelle Expansionsrate einfach fortzuschreiben, das heißt, jede Änderungsrate für permanent zu halten. Entsprechend kann dann jede eintretende Änderung als Schock bezeichnet werden. In der Tat zeigen die hektischen Ausschläge in der Zuwachsrate von M1 seit 1979 große Auswirkungen auf das reale Bruttosozialprodukt. Vgl. Angelo Mascaro, Allan H. Meltzer, *Long- and short-term Interest Rates in a Risky World*. Journal of Monetary Economics, Vol. 12, 1983, S. 483-518.

Schaubild 3

**Geldmenge, Zinsen und Preise in den Vereinigten Staaten und in der Bundesrepublik Deutschland**



<sup>1</sup>Durchschnittliche jährliche Änderungsrate.



Neuverschuldung des Staates schon verringerte; dabei wurde die private Investitions- und Verschuldungsbereitschaft entscheidend durch steuerliche Entlastungen und eine flexible Lohnpolitik stimuliert. Zum anderen steigen die Inflationsraten in den Vereinigten Staaten seit Mitte 1983 wieder an, wobei auffällt, daß die Zinswende nach oben mit der Wende in der laufenden Preisentwicklung zusammenfiel. Eine ähnlich parallele Entwicklung war in den vorangegangenen Zyklen nicht zu beobachten. Dies spricht dafür, daß die Sensibilität der Marktteilnehmer hinsichtlich der Inflation überaus groß ist. Offensichtlich verhindern hohe Budgetdefizite und heftige Schwankungen in der Geldversorgung, daß Vertrauen in dauerhaft niedrige Inflationsraten aufkommt. Dieses Mißtrauen konnte offensichtlich nicht dadurch abgebaut werden, daß die amerikanische Notenbank im Sommer 1983 die geldpolitischen Zügel wieder anzog. Zwar erhöhten sich daraufhin die kurz- und langfristigen Zinsen zunächst, das heißt bis Anfang 1984, nicht weiter. Dies änderte sich jedoch im Frühjahr, als Inflationsraten und Kreditnachfrage merklich stiegen.

26. In den westeuropäischen Ländern und Japan waren die Zinsen bis zuletzt relativ stabil. Dies entspricht insofern fundamentalen Einflußgrößen, als diese Regionen gegenüber den Vereinigten Staaten in der konjunkturellen Aufwärtsentwicklung deutlich zurückblieben, die staatliche Kreditnachfrage vielfach abnahm und sich die Inflationsraten insgesamt noch weiter verringerten. Der Inflationsberuhigung hätte jedoch ein weiterer Zinsrückgang entsprochen. Daß dieser nicht eintrat, lag wohl daran, daß der amerikanische Finanzmarkt über hohe reale Renditen international Kapital anziehen konnte, das Kapitalangebot in den westeuropäischen Ländern und Japan mithin verknappte. Die Notenbanken dieser Länder reagierten darauf nicht mit einer stärkeren Liquiditätsschöpfung, um den Abwertungsdruck auf ihre Währungen nicht zu verschärfen. Mit der engen Geldpolitik sind in Westeuropa und Japan aber die Voraussetzungen dafür geschaffen, daß die Inflationsraten noch längere Zeit niedrig bleiben oder gar weiter fallen. Dies für sich genommen spricht dafür, daß die Nominalzinsen noch im Verlauf dieses Jahres sinken könnten. Ob und in welchem Maße dies von einer Korrektur des hohen Dollarkurses begleitet wird, hängt wesentlich von den weiteren Inflationstendenzen in den Vereinigten Staaten, aber auch davon ab, wie die amerikanische Notenbank auf eine möglicherweise höhere Inflationsrate reagieren würde.

27. Schon die Tatsache, daß die Zinsen bereits nach einer etwa einjährigen Aufschwungsphase wieder kräftig steigen (Vereinigte Staaten) oder trotz schwacher Aufschwungstendenzen nicht weiter sinken, ist ungewöhnlich, jedenfalls wenn man vorangegangene Zyklen zum Vergleich heranzieht. Unbehagen bereitet auch vielerorts, daß sich diese Entwicklung auf einem überaus hohen Zinsniveau vollzieht. Doch die Höhe der Zinsen ist keineswegs Hinweis auf ein Marktversagen. Viel eher ist sie ein Indikator dafür, wie hoch die Risiken international eingeschätzt werden, nachdem in den letzten Jahren gravierende Struktur- und Verschuldungsprobleme deutlich werden ließen, wie wenig effizient insbesondere seit den siebziger Jahren Kapital eingesetzt worden ist. Mit vielen Unternehmen und Ländern stehen auch große Banken vor finanziellen Schwierigkeiten, weil Kredite teilweise – auf Drängen des Staates und abgesichert durch Bürgschaften – zu Vorzugszinsen gegeben wurden, nun aber vielfach Zinszahlungen und Kredittilgungen ausbleiben und neue Einlagen teuer sind.

28. In den meisten Ländern sind die Vorkehrungen der Wirtschaftspolitik, aber auch von Unternehmen und Gewerkschaften, bislang unzureichend, um die Risiken zu vermindern und das Zinsniveau wesentlich drücken zu können. So wird vor allem in Westeuropa weiterhin versucht, mit Subventionen, Transfers und Handelsrestriktionen strukturell schwache Bereiche zu stützen. Überall ist zu beobachten, daß Unternehmen überhöhte Preise wenn möglich durch Marktordnungen abstützen lassen und Gewerkschaften bisherige Reallöhne verteidigen wollen.

In den Vereinigten Staaten ist es nicht gelungen, die Expansion der Staatsausgaben in dem Maße zu verringern, wie die Einnahmen als Folge der Steuersenkungen schwächer zunahmen; es wird damit zur Finanzierung von Ausgaben, die zu einem großen Teil kaum investiven Charakter haben und deshalb keine zukünftige Steuereinnahmen erwarten lassen, verstärkt auf private Ersparnisse zurückgegriffen. Überdies vergrößern die hohen Defizite die Unsicherheit auf den Finanzmärkten darüber, ob die Notenbank, wie in der Vergangenheit schon des öfteren, auf Dauer nicht doch eine höhere Inflationsrate tolerieren wird, um dem Staat die reale Schuldenlast zu erleichtern, sei es über eine Entwertung der ausstehenden Kredite, sei es über inflationsbedingt steigende Steuereinnahmen.

29. In dem Maße, wie die Zinsen auf einem höheren Niveau bleiben, als es bei einer zuverlässig auf Geldwertstabilität ausgerichteten Geldpolitik, einer wachstumsgerechten Finanzpolitik und hoher Innovations- und Anpassungsbereitschaft der privaten Wirtschaftssubjekte zu erwarten wäre, behindern sie Investitionen in neue Sachanlagen und führen somit zu einer suboptimalen Kapitalakkumulation. Nur jene Investitionen werden in Angriff genommen, die eine außerordentlich hohe Rendite versprechen. In den meisten Ländern spricht wenig dafür, daß sich die Gewinnaussichten auf mittlere und längere Frist auf breiter Front wesentlich verbessert haben. Trotz der teilweise kräftigen Gewinnsteigerungen, die 1983 nach den kräftigen Einbußen in den vorangegangenen Rezessionsjahren verzeichnet wurden, sind die Kapitalrenditen, für alle Unternehmen zusammengenommen, selbst in den Vereinigten Staaten noch immer niedriger als in der zweiten Hälfte der siebziger Jahre.

30. Zweifellos haben die zyklisch bedingten Gewinnsteigerungen die Investitionstätigkeit begünstigt; infolge der verbesserten Selbstfinanzierungsmöglichkeiten wurde die Abhängigkeit von den Finanzmärkten verringert. In manchen Ländern stiegen die Investitionen trotz der hohen Zinsen sogar kräftig, weil entweder – wie in den Vereinigten Staaten – durch Steuersenkungen und umfangreiche Abschreibungserleichterungen die Liquiditätsposition der Unternehmen spürbar verbessert wurde oder weil staatliche Zinssubventionen oder Investitionsprämien, wie in der Bundesrepublik Deutschland, gewährt wurden. Solange die Aktienkurse stiegen, war zudem auch die Gelegenheit günstig, die Kapitalbasis durch die Aufnahme von Risikokapital zu stärken.

31. In nahezu allen Ländern wurde die Investitions- und Verschuldungsbereitschaft dadurch gestützt, daß auf zinsgünstigere kurzfristige Finanzierungen ausgewichen wurde. Längerfristige Finanzverträge wurden zum großen Teil nur noch zu variablen Zinskonditionen abgeschlossen. Immer häufiger wurde auch vereinbart, die Kredittilgungen für längere Zeit auszusetzen. All diese Arrangements dokumentieren, daß die Bereitschaft, auf Basis der gegenwärtig hohen Zinsen längerfristige Bindungen einzugehen, gering ist. Wird die Erwartung auf niedrigere langfristige Zinsen indes nicht bestätigt, wird ein großer Teil nicht nur der alten, sondern auch der neuen Sachanlagen schon bald im Marktwert beträchtlich sinken.

### **Internationale Verschuldungsprobleme: Suche nach neuen Wegen**

32. Das internationale Schuldenproblem hat sich in letzter Zeit wieder zugespitzt. Zwar ist die Neuverschuldung vieler Entwicklungsländer zurückgeführt worden, sei es, weil die Exporterlöse als Folge der Konjunkturerholung in den Industrieländern stiegen, sei es, weil Konsolidierungsmaßnahmen die Importe dieser Länder herabdrückten. Gleichwohl haben viele hochverschuldete Länder, vor allem in Lateinamerika, zunehmend Schwierigkeiten, den Zins- und Tilgungsverpflichtungen für ihre ausstehenden Kredite nachzukommen. Dies insbesondere deshalb, weil die gestiegenen Zinsen auf den internationalen Finanzmärkten zu Zinsanpassungen bei jenen Krediten führen, für die in den letzten Jahren variable Konditio-

nen ausgehandelt wurden. Zum anderen müssen für Anschlußfinanzierungen von Krediten, die in den siebziger Jahren zu festen und relativ günstigen Konditionen aufgenommen wurden und nun fällig werden, gegenwärtig sehr viel höhere Zinsen gezahlt werden.

33. Das Schuldenmanagement von Banken und internationalen Organisationen hat bislang wohl verhindert, daß Kreditketten rissen. Es bestand vor allem darin, zusätzliche und in aller Regel kurzfristige Mittel dafür aufzubringen, daß Altschulden termingerecht bedient werden konnten. Dabei übernahm der Internationale Währungsfond (IWF) eine führende Rolle, indem er den Schuldnerländern weitere Kredite zusicherte, wenn diese wirtschaftspolitische Auflagen akzeptierten und sich die internationalen Gläubigerbanken bereit erklärt, zusätzlich zu ihren bestehenden Engagements neue Kredite zu gewähren.

34. In letzter Zeit sind vor allem amerikanische Banken wegen ihrer relativ starken Kreditverflechtungen mit lateinamerikanischen Ländern in Schwierigkeiten geraten. Dabei ist ihre Lage verschiedentlich deshalb so prekär, weil gesetzliche Vorschriften sie zwingen, Kredite, die über 90 Tage nicht bedient werden, ganz oder teilweise abzuschreiben beziehungsweise entsprechende Rückstellungen zu bilden. Schon wegen ihrer hohen Engagements in Südamerika haben die Banken Schwierigkeiten, neues Risikokapital auf dem Aktienmarkt aufzunehmen. Müßten nun Kredite wegen ausbleibender Zinsen wertberichtigt werden, so würde dies die weithin beachteten Quartalsgewinne der Gläubigerbanken beträchtlich schrumpfen lassen; damit wiederum würde nicht nur das Standing auf den Aktienmärkten weiter ausgehöhlt, sondern auch das Mißtrauen bei den Einlegern geschürt werden. Folglich waren die amerikanischen Banken bislang vor allem daran interessiert, daß der laufende Zinsendienst nicht unterbrochen wurde.

35. Um die Verschuldungsprobleme auf Dauer bewältigen zu können, sind Schuldner und Gläubiger gleichermaßen gefordert<sup>2</sup>:

- Die Schuldnerländer müssen sicherstellen, daß ihre interne Politik nicht mehr wie bisher Kapitalfehlleitungen begünstigt. So haben sich ihre Notenbanken stärker darum zu bemühen, die Inflation einzudämmen. Subventionen und Mindestlöhne müssen korrigiert werden, damit sich die Produkt- und Faktorpreise an den marktbedingten Knappheiten orientieren können. Wechselkurse sollten nicht länger durch Exportsubventionen, Importkontrollen und Kapitalverkehrsrestriktionen künstlich festgehalten werden. Nur so kann erreicht werden, daß die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit wieder zunimmt, die Kapitalflucht ein Ende findet und die ausländischen Direktinvestitionen wieder steigen.
- Die Gläubigerländer sind aufgerufen, eine weniger hektische Wirtschaftspolitik zu betreiben, damit die wirtschaftliche Entwicklung und damit die Absatzmöglichkeiten der Entwicklungsländer weniger starken Schwankungen ausgesetzt sind. Indem sie ihre Geldpolitik zuverlässig am Ziel der Geldwertstabilität ausrichten, können sie dazu beitragen, daß die Zinsen auf den internationalen Finanzmärkten sinken. Schließlich würden sie den Entwicklungsländern entscheidend helfen, wenn sie tarifäre und nicht-tarifäre Handelshemmnisse abbauten. Die Schuldnerländer wären dann leichter in der Lage, die zur Bedienung ihrer Kredite notwendigen Exporterlöse auf den Weltmärkten zu erwirtschaften. Eine solche Liberalisierung läge aber auch im wohlverstandenen Eigeninteresse der Industrieländer; nur bei Freihandel kann herausgefunden werden, welche Strukturen auf Dauer im internationalen Wettbewerb Bestand haben, mithin Wachstum und Beschäftigung sichern können.

<sup>2</sup> Vgl. Hans H. Glismann, Peter Nunnenkamp, Die Entwicklungsländer am Rande einer Verschuldungskrise. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionsbeiträge, 91, Kiel, Januar 1983.

36. Wie es aussieht, läßt sich eine derart fundamentale Verbesserung der Rahmenbedingungen kurzfristig kaum realisieren. So nimmt es nicht wunder, daß in letzter Zeit neue Überbrückungsmaßnahmen diskutiert werden, um die Zinsbürde der Schuldnerländer zu verringern. Insbesondere werden eine Plafondierung der Zinslast und eine Zinskapitalisierung vorgeschlagen:

- Bei dem Vorschlag, die Zinslast zu plafondieren, ist daran gedacht, daß sich Gläubiger und Schuldner auf eine bestimmte Höhe der periodisch zu zahlenden Dollarzinsen einigen und die Differenz zu jenem Zinsendienst, der sich bei höheren Marktzinsen ergibt, dem ausstehenden Kreditbetrag zugeschlagen wird.
- Bei einer Zinskapitalisierung würden die Zinsen für eine auszuhandelnde Periode entweder in einen neuen Kredit umgewandelt oder dem bestehenden Kredit hinzugerechnet.

Beide Varianten würden die Liquiditätsprobleme der Schuldnerländer verringern, jene der Gläubigerbanken aber vergrößern, wenn die Marktzinsen steigen. Folglich werden diese Vorschläge von den großen amerikanischen Banken durchweg abgelehnt. Würde nach ihnen verfahren, so bliebe es dabei, daß die auf Dollar lautende Schuldenlast an einen Marktzins gebunden ist, von dem man nicht weiß, in welchem Maße er auch durch die Unsicherheit über die zukünftige Inflationsentwicklung in den Gläubigerländern beeinflusst wird. Insofern wäre der Zins für die ausstehenden Kredite auch zukünftig kaum kalkulierbar; dies erschwert jedoch die Überwindung der wirtschaftlichen Schwierigkeiten in den Schuldnerländern, insbesondere die so notwendige Wiederbelebung der Investitionen.

37. Unwägbarkeiten über die weitere Inflationsentwicklung würden bei der Aushandlung von Kreditverträgen dann keine Rolle spielen, wenn Gläubiger und Schuldner sich auf indexierte Kredite verständigen würden<sup>3</sup>. Die Vertragsparteien hätten sich dann, wie dies bei Geldwertstabilität der Fall wäre, auf einen Realzins zu einigen. Sofern die Kredite in der Währung des Gläubigerlandes vergeben werden, würde jede Veränderung des Preisniveaus in eben diesem Gläubigerland zu einer entsprechenden Änderung des Nennwertes des ausstehenden Kredits führen. Bei einer Indexierung wäre es im Prinzip aber auch vorstellbar, daß die Kredite in der Währung des Schuldnerlandes vereinbart werden, dann wäre die Preisentwicklung in dem betreffenden Schuldnerland die Meßlatte für die Bewertung des Kredits. Auf welche Währung sich Gläubiger und Schuldner einigen werden, hängt nicht zuletzt von der Einschätzung des zukünftigen realen Außenwerts der entsprechenden Währungen ab. Solange der Eindruck besteht, daß die Wechselkurse vieler Entwicklungsländer durch Interventionen erheblich verzerrt sind und sich diese Länder in einer relativ schwachen Verhandlungsposition befinden, dürften die meisten Kredite weiterhin auf Dollar lauten. Damit ginge das reale Abwertungsrisiko zu Lasten der Schuldnerländer; sie hätten es allerdings in der Hand, dieses Risiko durch wirtschaftliche und wirtschaftspolitische Anpassungen zu verringern.

38. Die Indexierung brächte selbst dann noch eine Annäherung an Verhältnisse, wie sie bei Geldwertstabilität herrschen, wenn die zukünftige Preisniveaumentwicklung zuverlässig abzuschätzen wäre und die Nominalzinsen korrekt die Inflationskomponente widerspiegeln würden. Denn eine über höhere Nominalzinsen vorgenommene Wertsicherung bedeutet, daß die reale Kreditsumme rascher getilgt wird als bei stabilen Geldwertverhältnissen. Dies

<sup>3</sup>Vgl. Herbert Giersch, Indexklauseln und Inflationsbekämpfung. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionsbeiträge, 32, Kiel, Oktober 1973. – Roland Vaubel, Adolf Ahnefeld, Indexklauseln auf dem Index? Einwände, Mißverständnisse – nicht genutzte Chancen. Institut für Weltwirtschaft, Kieler Diskussionsbeiträge, 34, Kiel, Oktober 1974. – Adolf Ahnefeld, Zur Indexierung von Kreditverträgen. Kieler Studien, 174, Tübingen 1982.

bringt für die Schuldner gerade zu Beginn der Laufzeit eines Kredits erhebliche Liquiditätsbelastungen mit sich, die um so schwerer wiegen, je stärker die laufenden Exporterlöse durch weltwirtschaftliche Nachfrageschwächen, aber auch aufgrund eines unzureichenden Angebotsortiments gedrückt sind. Insofern würde die Indexierung die Schuldnerländer von vorfristigen Tilgungen entlasten.

39. Sicherlich kann kein Zweifel daran bestehen, daß der Realzins auch bei indexierten Krediten gegenwärtig relativ hoch ausfällt, ist doch die Kapitalnachfrage weltweit überaus groß. Der Belastung eines hohen Realzinses für die Schuldner steht jedoch gegenüber, daß bei Indexklauseln Verträge über längere Fristen vereinbart werden können und daß – wie erwähnt – nicht so rasch getilgt werden muß. Bislang mag das Interesse an langfristigen Finanzierungen auch auf Seiten der Schuldner nicht so groß gewesen sein, weil auf sinkende Realzinsen auf den internationalen Finanzmärkten gehofft wurde. Das Problem ist gegenwärtig aber gerade, daß diese Hoffnung nicht aufgegangen ist und sich die Bonität vieler Schuldner zwischenzeitlich eher noch weiter verschlechtert hat. Möglicherweise hätten indexierte Kredite vor Jahren, als die Verschuldungsprobleme noch nicht so gravierend waren, zu niedrigen Realzinsen abgeschlossen werden können. Heute ist festzustellen, daß durch das Verlängern von Kreditketten durch immer neue, kurzfristige Überbrückungskredite das Umschuldungsvolumen auf den Finanzmärkten immer größer und auch deshalb die Wahrscheinlichkeit deutlich sinkender Zinsen immer kleiner wird. Die Schuldner könnten jedoch ihre Bonität verbessern und günstigere Konditionen aushandeln, wenn sie reale Vermögenswerte als Pfand anbieten würden.

40. Daß indexierte Kredite auf den internationalen Finanzmärkten bislang nicht üblich sind, liegt aber wohl nicht nur an der Spekulation der Schuldner auf alsbald wieder niedrigere Realzinsen. Auch die meisten Gläubigerbanken mögen sich offensichtlich mit dieser Idee nicht anfreunden. Vor allem fürchten sie, was den Schuldner gerade helfen würde, nämlich den Wegfall der vorfristigen realen Kredittilgung über hohe Nominalzinsen. Dies für sich genommen könnte viele Banken in beträchtliche Liquiditätsschwierigkeiten bringen, wenn Bankeinlagen teuer bezahlt werden müssen. Gelöst werden könnte dieses Problem, indem die Banken ihren Einlegern ebenfalls indexierte Kontrakte anbieten.

41. Nur in wenigen Ländern, wie beispielsweise in der Bundesrepublik Deutschland, wird die Verbreitung von Indexklauseln durch gesetzliche Vorschriften behindert. In den Vereinigten Staaten gab es bis vor kurzem detaillierte Zinshöchstvorschriften für einzelne Einlagearten, die de facto eine Indexierung ausschlossen. Allerdings sind diese Beschränkungen durch verschiedene Liberalisierungsschritte inzwischen abgebaut worden, ohne daß sich deshalb Indexklauseln stark verbreitet hätten. Auch der amerikanische Staat finanziert seine answellenden Defizite nicht durch Indexanleihen, vielmehr emittierte er in den letzten drei Jahren langlaufende, festverzinsliche Anleihen mit einem Nominalzins von durchschnittlich rund 12 vH, während er sich gleichzeitig zum Ziel einer dauerhaft niedrigen Inflationsrate bekannte. Die Nichtexistenz von Indexklauseln auf den Finanzmärkten muß denn wohl damit zusammenhängen, daß es ein gemeinsames Interesse von privaten und staatlichen Schuldner sowie von Banken gibt, die Option dafür zu behalten, Verschuldungsprobleme im Zweifel durch höhere Inflationsraten mildern zu können. Diese Option ist in der gegenwärtigen Situation, in der die Kapitalanbieter kaum noch der Geldillusion unterliegen, aber nicht existent; ob sie sich in der Zukunft wieder einmal eröffnen wird, ist unsicher. Angesichts dessen scheint eine Konstellation vorzuliegen, in der sich indexierte Finanzverträge, würden sie in einem Marktsegment und ohne administrative Beschränkungen eingeführt, rasch ausbreiten müßten.

42. Die Indexierung von Finanzverträgen allein wird die Verschuldungsproblematik vieler Entwicklungsländer aber keineswegs beseitigen. Zwar würde sich vermutlich herausstellen, daß viele Kredite gar nicht mehr so notleidend sind, wenn wieder termingerecht Zinsen gezahlt werden; folglich müßten die Banken auch weniger Rückstellungen bilden. Gleichwohl besteht aber der Verdacht, daß in vielen Fällen eine teilweise Abschreibung der bestehenden Schulden unausweichlich ist, da ein erheblicher Teil der aufgenommenen Mittel entweder konsumtiv verwandt worden ist oder in unrentable Investitionen geflossen ist und außerdem die internen Anpassungen künftig durch gesellschaftspolitische Konflikte behindert werden könnten. In manchen Fällen würde sich deshalb anbieten, bestehende Kreditverpflichtungen durch die Veräußerung von realen Vermögenswerten abzulösen.

43. Wo und in welchem Maße Forderungen abgeschrieben werden müssen, kann in den meisten Fällen a priori nicht festgestellt werden; der Markt muß es herausfinden. Dies ist nur möglich, wenn die Gläubigerforderungen in fungible Finanzmarkttitel umgewandelt werden. Dabei ist nicht nur an Schuldverschreibungen, sondern auch an Aktien zu denken. Von der Intensität der Bemühungen in den Schuldnerländern, die erforderlichen strukturellen Änderungen auf den Weg zu bringen, wird es dann abhängen, wie hoch der Marktwert solcher Forderungs- und Anteilsrechte ausfällt. Sind die Anstrengungen gering, so fällt der Marktwert auf ein niedriges Niveau, mit der Folge, daß die Inhaber der entsprechenden Finanzmarkttitel erhebliche Abschreibungen vornehmen müssen. Da im gleichen Zuge und für den gesamten Markt sichtbar aber auch die Bonität des Schuldnerlandes Schaden nimmt, wird dieses letztlich nicht umhinkönnen, "Marktpflege" zu betreiben, das heißt Reformen zur Gesundung seiner Wirtschaft auf den Weg zu bringen. Der Erfolg solcher Maßnahmen wird wesentlich davon abhängen, ob die Gläubigerländer bereit und in der Lage sind, Importbarrieren abzubauen und auf ihren Inlandsmärkten für eine stetige wirtschaftliche Expansion zu sorgen.

#### **Ausblick: Risikofaktoren dämpfen Konjunkturoptimismus**

44. Im Frühjahr 1984 hat der Aufschwung in der Weltwirtschaft an Schwung verloren. Diese Tendenzwende kommt nicht unerwartet, haben doch die wichtigsten Notenbanken Mitte 1983 die geldpolitischen Zügel wieder angezogen. Damit hat die zuvor sehr kräftige monetäre Expansion, die mit stabilitätspolitischen Vorstellungen kaum noch in Einklang zu bringen war, nur etwa ein Jahr lang angehalten. Im Frühjahr 1984 gibt es keine geldpolitischen Impulse, die die konjunkturelle Expansion im Verlauf dieses Jahres wieder anregen könnten. Auch die Zinsen sind international wieder gestiegen; dies dürfte in vielen Ländern nicht nur die Ausgabenbereitschaft der Konsumenten und Investoren dämpfen, sondern auch die Fähigkeit vieler Entwicklungsländer beeinträchtigen, ihre Verschuldungsprobleme zu bewältigen.

45. Allerdings spricht auch wenig dafür, daß aufgrund der engeren Geldpolitik in nächster Zeit schon wieder Rezessionstendenzen die Oberhand in der Weltwirtschaft gewinnen könnten. Anders als 1980/81 ist der Preis- und Kostenanstieg heute deutlich geringer; damit verringern sich die Bremswirkungen, die von der Verlangsamung der monetären Expansion ausgehen.

46. Daß die Lohnpolitik im Interesse einer stärkeren Investitionstätigkeit dauerhaft höhere Gewinne der Unternehmen tolerieren wird, ist - wie die jüngsten Arbeitsmarktkonflikte in vielen Ländern zeigen - zweifelhaft. Insbesondere in den westeuropäischen Ländern ist zu befürchten, daß sich die Angebotselastizitäten nur unzureichend vergrößern werden. Zwar dürften wohl auch in den Vereinigten Staaten die Lohnsätze im Laufe dieses Jahres wieder stärker angehoben werden; es ist aber wahrscheinlich, daß die Lohnpolitik dort - wie auch



schon in den letzten Jahren – die Verhältnisse am Arbeitsmarkt besser berücksichtigt, als dies in Westeuropa der Fall ist.

47. Wie die Konjunktur im kommenden Jahr verlaufen wird, hängt wesentlich von der weiteren Entwicklung der Geldpolitik ab. Der künftige Kurs der Notenbanken ist aber trotz der Verkündung von Geldmengenzielen schwer abzuschätzen. Dies trifft insbesondere für die Vereinigten Staaten zu. Dafür, daß die amerikanische Notenbank auf einen stabilitätsorientierten Pfad einschwenkt und ihn beibehält, gibt es gegenwärtig große Hindernisse. Jeder Versuch, die Bremsen etwas anzuziehen, wird in letzter Zeit zunehmend von der Administration kritisiert, weil man eine Störung der konjunkturellen Expansion befürchtet, die angesichts der Präsidentschaftswahlen im November ungelegen käme. Hier gibt es offenbar einen Konflikt zwischen der Notenbank und der Regierung, die die Inflationsgefahren damit herunterzuspielen versucht, daß sie auf die aktuellen – noch niedrigen – Inflationsraten verweist. Würde die Geldmenge wieder beschleunigt ausgeweitet werden, so könnte sich der Preisanstieg in absehbarer Zeit merklich verstärken. Dies wiederum könnte die Notenbank dann später zu einem abrupten Kurswechsel veranlassen.

48. Eine noch größere Herausforderung für die Notenbank der Vereinigten Staaten, aber auch anderer Industrieländer, ergibt sich vermutlich aus der internationalen Verschuldungskrise. Für wie schwerwiegend die amerikanische Notenbank die Finanzkrise hält, wurde deutlich, als sie im Mai dieses Jahres einer Großbank, die in Liquiditätsschwierigkeiten geraten war, mit einer umfangreichen Stützungsaktion zu Hilfe kam. Da die Zahlungsschwierigkeiten der Entwicklungsländer wohl noch zunehmen werden, ist nicht auszuschließen, daß ähnliche Fälle das amerikanische Bankensystem auch in naher Zukunft noch erschüttern werden. Das Verhalten der Notenbank läßt vermuten, daß sie sich nicht als genereller "lender of last resort" versteht, sondern ihre Rolle darin sieht, Liquiditätsprobleme einzelner Banken zu mildern und daher notfalls zeitweise mehr Liquidität zu schaffen als geplant. Wir halten es jedoch insgesamt nicht für wahrscheinlich, daß die Geldmenge in den Vereinigten Staaten und in anderen Ländern über längere Zeit beschleunigt expandieren wird.

49. Damit kann für die Vereinigten Staaten wohl damit gerechnet werden, daß sich im weiteren Jahresverlauf die jüngsten Tendenzen bestätigen, die auf eine Verlangsamung der konjunkturellen Expansion hinweisen. Die merklich höheren Zinsen dürften insbesondere die Wohnungsbauproduktionen, aber auch die Verschuldungsbereitschaft der Konsumenten dämpfen. Die Ausrüstungsinvestitionen werden ebenfalls etwas an Schwung verlieren, da die Gewinne nicht mehr so stark zunehmen wie in der ersten Phase des Aufschwungs und die Unternehmen zur Finanzierung ihrer Investitionen stärker auf die Kreditmärkte angewiesen sind. Dagegen dürfen die staatlichen Ausgaben eher rascher steigen als im Vorjahr. Zwar wird bei dieser konjunkturellen Entwicklung der Importsog schwächer werden; die Importnachfrage bleibt aber für die übrige Weltwirtschaft eine wichtige Stütze, zumal die Wettbewerbsposition ausländischer Anbieter auf dem amerikanischen Markt wechselkursbedingt ungebrochen günstig ist.

Für 1985 sind verschiedene konjunkturelle Verläufe in den Vereinigten Staaten vorstellbar. Je mehr sich die Expansion 1984 verlangsamt, um so weniger wäre eine Inflationsbeschleunigung und folglich auch eine restriktive Politik der Notenbank wahrscheinlich. In diesem Falle könnte die Wirtschaft 1985 bei immer noch hohen Zinsen weiterhin in gemäßigttem Tempo expandieren. Je mehr jedoch die Notenbank versuchte, den Fortgang des Aufschwungs durch eine reichliche Geldversorgung zu "sichern", desto mehr wäre eine unstetige Entwicklung vorprogrammiert, da auch die Inflationsgefahren erheblich zunehmen würden.

Tabelle 2 - Reales Bruttosozialprodukt und Verbraucherpreise der Industrieländer  
1983-1985  
- Veränderung gegenüber dem Vorjahr in vH -

Region/Land	Gewichte <sup>1</sup>	Reales Bruttosozialprodukt			Verbraucherpreise		
		1983	1984 <sup>2</sup>	1985 <sup>2</sup>	1983	1984 <sup>2</sup>	1985 <sup>2</sup>
Industrieländer insgesamt .....	100,0	2,5	4	2,5	4,7	5,5	5,5
Vereinigte Staaten .....	40,1	3,4	5,5	2,5	3,2	5,5	6,5
Kanada .....	3,9	3,0	4	2	5,9	5,5	6
Japan .....	15,8	3,0	4,5	4	1,9	2,5	3
Westeuropa .....	40,2	1,3	2	2	7,2	6,5	6
Bundesrepublik							
Deutschland .....	9,4	1,3	2,5	2	3,3	3	2,5
Frankreich .....	7,9	0,9	1	2	9,6	8	7
Vereinigtes Königreich .....	6,9	3,0	2,5	2	4,6	5,5	6,5
Italien .....	4,8	-1,2	2	2,5	14,6	11	9
Spanien .....	2,6	2,2	2	1,5	12,1	12	10
Niederlande .....	1,9	1,3	2	1,5	2,8	3	3
Schweden .....	1,6	2,3	2	2	8,9	8	8
Belgien .....	1,3	0,1	1	1,5	7,7	6,5	5,5
Schweiz .....	1,3	-0,2	2	1,5	3,0	3	3
Österreich .....	0,9	1,9	2	2	3,3	5,5	4
Dänemark .....	0,8	2,8	2	1,5	6,9	6	4,5
Norwegen .....	0,8	2,3	2	1	8,4	6,5	5

<sup>1</sup> Gewichtung gemäß Bruttosozialprodukt von 1981 zu laufenden Preisen und Wechselkursen. - <sup>2</sup> Prognose.

Quelle: OECD, Main Economic Indicators, Paris, Mai 1984. - Eigene Schätzungen.

50. Die Verlangsamung des Aufschwungs in den Vereinigten Staaten wird sich nach aller Erfahrung deutlich auf die gesamte Wirtschaft auswirken; die Exporte werden im weiteren Verlauf von 1984 wohl spürbar an Schwung verlieren. Allerdings dürfte die Inlandsnachfrage in Japan etwas kräftiger zunehmen, haben doch die bisherigen Exporterfolge das Investitionsklima verbessert. Die Geldmengenerweiterung ist bislang aber mit Rücksicht auf den Wechselkurs überaus knapp gehalten worden. Im Laufe des Jahres dürfte jedoch das Inflationsgefälle zugunsten Japans größer werden und damit eine Aufwertungstendenz des Yen bewirken, was wiederum Spielraum dafür bringt, die Liquidität in Japan stärker - etwa in Höhe des Potentialwachstums - auszuweiten. Damit bestehen Chancen, daß sich der Aufschwung in Japan auch 1985 fortsetzen wird, und zwar vor allem getragen von der Inlandsnachfrage.

51. In Westeuropa dürfte es im weiteren Jahresverlauf bei einem relativ geringen Expansions-tempo bleiben; zeitweise könnten Nachfrage und Produktion auch stagnieren. In der Bundesrepublik Deutschland gibt es im Frühjahr auch streikbedingte Einbußen, die im Laufe des Sommers aber wohl weitgehend ausgeglichen werden dürften. Relativ günstig dürfte die Entwicklung im Vereinigten Königreich verlaufen, wo die Geldpolitik bis zuletzt recht expansiv ausgerichtet war. Aber auch in Italien, das relativ spät die Rezession überwunden hat, könnten die expansiven Kräfte noch einige Zeit überwiegen. Dagegen ist in Frankreich, wie schon im Vorjahr, allenfalls eine mäßige Expansion wahrscheinlich. Die insgesamt schwache Aufwärtsentwicklung in Westeuropa hat ihren Ursprung in einer

geringen Dynamik der Inlandsnachfrage. Es kommt aber hinzu, daß die Exporte in Drittländern und dabei vor allem in die Vereinigten Staaten nicht mehr so rasch expandieren werden wie bisher.

Daß sich das Expansionstempo in Westeuropa 1985 verstärken wird, ist aus heutiger Sicht unwahrscheinlich. Die Finanzpolitik hat in den meisten Ländern bisherige Wachstumshemmnisse in Form überhöhter Steuern und Subventionen nicht abgebaut; die Lohnpolitik schafft eher neue Rigiditäten und verhindert, daß sich die Gewinnaussichten in der Wirtschaft nachhaltig verbessern können. Bei alledem werden die Notenbanken wohl kaum versuchen, die Wachstumshemmnisse durch eine ausgeprägte Politik der Nachfrageankurbelung zu überspielen; zumal die europäischen Währungen bei dieser Konstellation gegenüber dem Dollar relativ schwach bleiben werden. Somit kann wohl auch für 1985 nur eine geringe wirtschaftliche Dynamik in Westeuropa erwartet werden.

52. Für die Industrieländer insgesamt zeichnet sich somit für 1985 ein deutlich geringerer Anstieg des realen Bruttosozialprodukts ab als für 1984; die durchschnittliche Zuwachsrate könnte bei etwa 2,5 vH liegen, nach rund 4 vH im Jahr 1984 (Tabelle 2). Damit einher wird eine deutliche Verlangsamung des Expansionstempos im Welthandel gehen, und zwar von annähernd 6 vH in diesem Jahr auf nur noch 3 vH im Jahr 1985. Bei dieser wirtschaftlichen Entwicklung dürfte der Preisanstieg international relativ niedrig bleiben. Dieser für sich genommen günstigen Entwicklung steht jedoch gegenüber, daß die Arbeitslosigkeit in den meisten Ländern weiter ansteigen wird.

## Summary

### Industrial Countries: Lower Expansion and Unsolved Adjustment Problems

*In spring 1984, most industrial countries can look back at one year of upswing. Demand and production have risen significantly since the beginning of 1983, leading to a higher rate of capacity utilization. In some countries, economic activity expanded faster than expected, notably in the United States and Canada; these countries, however, had also experienced a more pronounced recession in 1982. In most Western European countries the upswing forces have only hesitantly gained strength, and the decline of production during 1980/82 has not yet been compensated.*

*At present there is considerable danger that the upswing could fade away relatively early. The optimism is now much smaller than at the beginning of this year. This may indicate, that there are still great impediments to growth in many countries. It becomes more and more obvious that the recovery was mainly brought about by an expansionary monetary policy. Now that most central banks have switched to a course which is more compatible with low inflation rates and more in line with preannounced targets, it is again obvious that the structural adjustments are still urgent. Especially in Western Europe, scarce and expensive capital is still used for subsidies and transfers; this, however, leads only to a conservation of outdated structures and to more inflexibility, and thus contributes to the high level of interest rates. These in turn are a severe burden for those who want to invest. Only in the United States there have been a substantial tax relief, a more flexible response of wages to changing market conditions and a move towards deregulation; this explains why the upswing forces there have so far been strongest in spite of high interest rates.*

In most industrial countries no further impulses from monetary policy can be observed, which could lead to an acceleration of economic activity from the present slower pace. In addition, interest rates have again risen internationally. This will not only dampen expenditures of consumers and investors; it will also reduce the ability of developing countries to solve their debt problems. On the other hand, there is also little reason to expect another recession in the next quarters following the slowdown of monetary expansion. Today, cost and price inflation is much lower than 1980/81; thus the retarding effects of the slowdown in money growth are smaller.

The international debt problem and the slowing-down of the economic recovery create a dilemma for the central banks at this point of time which makes their future behavior hard to guess in spite of their preannouncements about the intended course of monetary policy. The latest interventions of the Federal Reserve Bank to alleviate the liquidity problems of some private banks have probably not gone beyond a mere general function of "lender of last resort" and seem to imply that only temporarily more liquidity might be provided than originally intended. We therefore do not expect that the money supply in the United States, nor possibly in other countries, will accelerate over a long period.

Consequently, one could expect in the United States for the rest of this year a confirmation of the latest indicators which point towards a slowdown of economic expansion. As a result import growth will diminish, although the demand for imports in the United States, especially due to the continued Dollar strength, will remain an important support for the world economy. The economic recovery in Western Europe might continue to exhibit for the rest of the year a relatively moderate pace and production could for a time even stagnate due to a weak internal demand. On the other hand, a higher growth rate might be expected in Japan, where the export boom has appreciably augmented the propensity to invest. From today's perspective, there is no indication that the economic recovery in the year 1985 will gather momentum in the industrial countries.

We expect for the group of industrial countries as a whole a growth rate of approximately 4 percent in real GNP for the year 1984 and just 2.5 percent for the year 1985. As a result, growth of world trade will also weaken from approximately 6 percent in this year to only 3 percent in 1985. Price increases are therefore likely to remain moderate, a positive aspect shadowed by increasing unemployment in most countries.

Severe risks for the world economy stem from the international debt problem which has become again more serious as a consequence of rising interest rates. The present discussion focuses on a capping or capitalization of interest payments in order to reduce the liquidity problems of debtor countries. However, these proposed measures would not change the fact that the debt denominated in US-Dollar is linked to a market rate which is kept high also by the insecurity about future inflation. This problem could be solved through indexation of credit contracts. The crucial issue, however, seems to be that developing countries cannot earn the revenues to pay their obligations, because industrial countries have erected massive trade barriers and the developing countries themselves have to a great extent misallocated capital in recent years. If the banks want to find out the extent of the necessary depreciation of loans, the claims of the creditors should be transformed into assets tradable on financial markets. The market rating of these assets will then depend on the structural adjustments in debtor countries and on the liberalization of imports in creditor countries.